

NZZ Libro

Banca nazionale svizzera 1907–2007

Banca nazionale svizzera, 1907–2007

Con contributi di Werner Abegg, Ernst Baltensperger e altri

Prefazione di Jean-Pierre Roth e Ulrich Kohli

Editore

Banca nazionale svizzera, Zurigo

© 2007 Banca nazionale svizzera, Zurigo

Distribuzione: Edizioni Neue Zürcher Zeitung, Zurigo

Tutti i diritti dell'opera sono riservati, in particolare quelli di traduzione, di ristampa, di riproduzione orale, di utilizzo di immagini e tabelle, di trasmissione radiofonica, di riproduzione con microfilm o con qualsiasi altro supporto tecnico o informatico. La riproduzione di quest'opera o di parti di essa è consentita soltanto nei termini delle leggi vigenti a tutela del diritto d'autore. La concessione dei diritti è in linea di massima subordinata al pagamento di un compenso. Le violazioni della legge a tutela del diritto d'autore sono sanzionabili penalmente.

Grafica: Heinz Egli, Zurigo

Stampa: NZZ Fretz AG, Schlieren

Legatoria: Buchbinderei Burkhardt AG, Mönchaltorf

Stampato su carta senza legno: Munken Lynx, 80 mg

Stampato in Svizzera

ISBN : 978-3-03823-283-4

www.nzz-libro.ch

NZZ Libro è una collana delle edizioni della Neue Zürcher Zeitung

Prefazione

Un secolo è trascorso dal giorno in cui la Banca nazionale svizzera aprì per la prima volta i suoi sportelli, il 20 giugno 1907. Questa ricorrenza ci offre l'occasione, attraverso la pubblicazione del presente volume, di ripercorrerne la storia. Era nostro desiderio che questo volume si riallacciasse alle pubblicazioni redatte da autori interni per celebrare gli anniversari del 1932, del 1957 e del 1982. Al tempo stesso, ritenevamo che non vi dovesse mancare un giudizio proveniente dall'esterno. Ci siamo pertanto decisi per un'opera articolata in tre parti.

La prima parte – che esamina con maggiore distacco storico gli anni dal 1907 al 1982, già considerati nei precedenti scritti commemorativi – ha potuto essere affidata a tre studiosi esterni di chiara fama internazionale. La trattazione dell'ultimo quarto di secolo, cui è dedicata la seconda parte, è invece opera di collaboratori interni, sulla falsariga delle precedenti pubblicazioni. Gli autori di queste due parti sono stati invitati ad affrontare le materie di studio in un'ottica storico-critica, intesa ad illustrare le principali linee evolutive, e hanno potuto accedere senza limitazioni all'archivio della Banca. Un simile approccio comporta necessariamente una maggiore focalizzazione sugli elementi salienti, a scapito talvolta della completezza; inoltre, non sempre sono evitabili sovrapposizioni e disparità di interpretazione. Nondimeno, gli autori hanno cercato di mettere in luce il contesto storico, di esplorare le motivazioni e di evidenziare le aree di conflitto e le possibili soluzioni. I contributi delle prime due parti sono pubblicati in tre delle lingue nazionali e in inglese.

La terza parte – opera di illustri esperti esterni e destinata anzitutto a un pubblico specializzato – comprende un apprezzamento della politica monetaria degli ultimi 25 anni, nonché sette contributi su temi specifici di particolare interesse per la Banca nazionale e altre banche centrali ed è pubblicata unicamente in lingua inglese. E' però nostro auspicio che queste analisi rivolte al presente e al prossimo futuro possano interessare anche una più ampia cerchia di lettori. Da tale estensione dell'orizzonte analitico appare ancora più evidente come ogni riflessione sulla propria istituzione vada anche considerata nello specifico contesto temporale. In questo senso, il presente volume commemorativo costituisce esso stesso un documento storico.

Un Comitato di redazione formato da collaboratori della Banca nazionale ha accompagnato il lavoro degli autori e nel gennaio 2006 ha organizzato al

Centro studi di Gerzensee della BNS un seminario su determinati capitoli del volume. La Direzione generale e il Comitato di redazione ringraziano tutti coloro che hanno contribuito all'opera per la mole e la qualità del lavoro svolto. Si augurano che il libro trovi vasta risonanza presso il pubblico, le istanze politiche e gli studiosi, confidando che esso promuova e approfondisca la comprensione dei problemi, delle possibilità e dei limiti di una banca centrale.

Il presidente della Direzione generale



Per il Comitato di redazione



Indice

Parte 1

Il Periodo 1907–1982

| | | |
|----------|---|-----|
| 1 | La Banca nazionale dal 1907 al 1946: storia di un'infanzia felice o di un'adolescenza travagliata? MICHAEL BORDO E HAROLD JAMES | |
| 1.1 | Introduzione | 29 |
| 1.2 | Origini dell'attività delle banche centrali | 30 |
| 1.3 | Dottrina | 36 |
| 1.4 | Strumenti di politica monetaria | 40 |
| 1.5 | Politica monetaria | 46 |
| 1.5.1 | Rischi politici | 46 |
| 1.5.2 | Ritorno all'oro | 47 |
| 1.5.3 | Cooperazione fra le banche centrali e parità di cambio aurea | 50 |
| 1.5.4 | La controversia sulla svalutazione | 54 |
| 1.6 | Movimenti internazionali di capitali | 74 |
| 1.7 | Acquisti e vendite di oro | 77 |
| 1.8 | Il credito di ultima istanza | 84 |
| 1.9 | Politica di stabilizzazione | 90 |
| 1.9.1 | Introduzione | 90 |
| 1.9.2 | Valutazione in base a una regola di Taylor moderna | 91 |
| 1.10 | L'ordinamento monetario postbellico | 93 |
| 1.11 | Conclusione | 96 |
| 1.12 | Appendice I: Politica del tasso di cambio negli anni trenta | 98 |
| 1.12.1 | Basi teoriche | 98 |
| 1.12.2 | Simulazioni | 100 |

| | | |
|-------------|--|-----|
| 1.13 | Appendice II: Applicazione della regola di Taylor | 102 |
| 1.13.1 | Basi teoriche | 102 |
| 1.13.2 | Regole di Taylor stimate per la Svizzera negli anni 1914–1945 | 103 |
| 1.13.3 | Valutazione ex-post della politica della BNS negli anni 1914–1945 | 106 |
| | Fonti e bibliografia | 108 |
| | | |
| 2 | La Banca nazionale dal 1945 al 1982: dai controlli valutari alla gestione della massa monetaria in regime di cambi flessibili | |
| | PETER BERNHOLZ | |
| | | |
| 2.1 | Introduzione | 115 |
| | | |
| 2.2 | L'uscita dall'isolamento e l'esitante abbandono del sistema di difesa contro gli afflussi valutari | 120 |
| 2.2.1 | Politica economica estera | 120 |
| 2.2.2 | La politica monetaria e valutaria e i controlli sull'afflusso di capitali | 122 |
| | Il conflitto tra sottovalutazione del cambio e controllo della crescita monetaria | 123 |
| | La scissione del mercato dei cambi | 125 |
| | Il controllo amministrativo del mercato dell'oro | 130 |
| | La posizione dilazionatoria della BNS contro l'abolizione del doppio mercato e delle restrizioni valutarie | 131 |
| 2.2.3 | La partecipazione della BNS all'Accordo di Washington del 1946 | 139 |
| 2.2.4 | Unione europea dei pagamenti e passaggio alla convertibilità delle valute dell'Europa occidentale | 141 |
| | Caratteristiche fondamentali dell'Unione europea dei pagamenti (UEP) | 141 |
| | Il dibattito sull'ingresso della Svizzera nell'UEP | 143 |
| | Le eccedenze della Svizzera nei confronti dell'UEP fino al 1953 e le loro implicazioni per la base monetaria | 145 |
| | I contrasti con la Confederazione riguardo alle perdite di cambio sulle acquisizioni di oro | 148 |
| | La partecipazione della Svizzera nell'UEP e il passaggio all'Accordo monetario europeo (AME) | 149 |

| | | |
|------------|---|-----|
| 2.3 | La Svizzera e il sistema di Bretton Woods | 153 |
| 2.3.1 | Situazione iniziale | 153 |
| 2.3.2 | Rottura con la tradizione: partecipazione della Banca nazionale a prestiti monetari internazionali | 155 |
| 2.3.3 | La partecipazione della Svizzera al Pool dell'oro e al Gruppo dei Dieci | 161 |
| 2.3.4 | Gli sviluppi fino al crollo del sistema di Bretton Woods | 167 |
| 2.3.5 | Il trattamento delle perdite di cambio | 174 |
| 2.4 | La politica della quantità di moneta in regime di tassi di cambio flessibili | 177 |
| 2.4.1 | Situazione iniziale e problematiche | 177 |
| 2.4.2 | Politica della quantità di moneta e iperreattività dei tassi di cambio ... | 180 |
| 2.4.3 | L'estensione delle misure amministrative contro gli afflussi di fondi dall'estero | 190 |
| 2.4.4 | La partecipazione della Svizzera a misure monetarie internazionali ... | 194 |
| 2.5 | Conclusione | 197 |
| 2.6 | Tabelle | 199 |
| | Fonti e bibliografia | 203 |

Parte 2

Il Periodo 1982–2007

| | | |
|----------|---|-----|
| 3 | L'evoluzione dell'economia mondiale EVELINE RUOSS E MATHIAS ZURLINDEN | |
| 3.1 | Introduzione | 211 |
| 3.2 | Oscillazioni congiunturali | 213 |
| 3.3 | Crescita tendenziale | 218 |
| 3.3.1 | Paesi industriali | 218 |
| 3.3.2 | Economie di mercato emergenti e paesi in via di sviluppo | 222 |
| 3.4 | Politica monetaria e tendenze inflazionistiche | 225 |
| | Bibliografia | 233 |

| | | |
|------------|--|-----|
| 4 | La politica monetaria e valutaria della Banca nazionale | |
| 4.1 | Crescita economica e trasformazioni strutturali in Svizzera | 235 |
| | JEAN-PIERRE JETZER E MATHIAS ZURLINDEN | |
| 4.1.1 | Introduzione | 235 |
| 4.1.2 | Crescita economica | 236 |
| 4.1.3 | Trasformazioni strutturali | 237 |
| 4.1.4 | Stato e politica economica | 239 |
| 4.2 | Evoluzione congiunturale | 242 |
| | ANNE KLEINWEFERS LEHNER | |
| 4.2.1 | Primo ciclo: 1982–1990 | 243 |
| 4.2.2 | Secondo ciclo: 1991–2001 | 245 |
| 4.2.3 | La situazione congiunturale dopo il 2002 | 249 |
| 4.3 | La quantità di moneta come obiettivo monetario intermedio | 250 |
| | MICHEL PEYTRIGNET | |
| 4.3.1 | Introduzione | 250 |
| 4.3.2 | Obiettivi annui in termini di moneta della banca centrale rettificata ... | 252 |
| | Graduale ripristino della stabilità dei prezzi: 1980–1985 | 252 |
| | Un periodo di transizione: 1986–1990 | 257 |
| 4.3.3 | Obiettivi pluriennali in termini di moneta della banca centrale destagionalizzata: 1991–1999 | 260 |
| 4.3.4 | Conclusioni | 268 |
| 4.4 | Il passaggio alla manovra dei tassi di interesse e alla previsione d'inflazione | 270 |
| | THOMAS J. JORDAN E MICHEL PEYTRIGNET | |
| 4.4.1 | Motivi del cambiamento di strategia monetaria | 270 |
| 4.4.2 | I cardini di una strategia moderna | 272 |
| 4.4.3 | La nuova strategia della Banca nazionale | 273 |
| | Definizione esplicita della stabilità dei prezzi come ancoraggio a lungo termine | 274 |
| | Previsione d'inflazione come indicatore principale | 275 |
| | Fascia di oscillazione del Libor a tre mesi come obiettivo operativo | 277 |
| | Ruolo degli aggregati monetari e dei tassi di cambio | 278 |
| | Il processo decisionale nella nuova strategia | 278 |
| | Comunicazione e trasparenza | 279 |
| | Differenze rispetto alla strategia basata sulla fissazione di obiettivi espliciti di inflazione | 279 |

| | | |
|------------|---|------------|
| 4.4.4 | La politica monetaria nel quadro della nuova strategia | 280 |
| | Fase 1 da fine 1999 alla primavera del 2001: inasprimento | 281 |
| | Fase 2 dalla primavera del 2001 a metà 2004: allentamento e politica di bassi tassi di interesse | 282 |
| | Fase 3 da metà 2004: graduale normalizzazione | 285 |
| 4.4.5 | Valutazione della nuova strategia | 287 |
| 4.5 | Autonomia della politica monetaria e franco svizzero | 288 |
| | UMBERTO SCHWARZ | |
| 4.5.1 | Introduzione | 288 |
| 4.5.2 | Le relazioni con il Sistema monetario europeo | 290 |
| 4.5.3 | La questione del regime di cambio | 292 |
| 4.5.4 | La sfida posta dall'Unione economica e monetaria | 293 |
| 4.5.5 | Tassi di cambio e conduzione della politica monetaria | 297 |
| 4.6 | La modernizzazione dello strumentario di politica monetaria | 299 |
| | CRISTINA BORSANI, KARL HUG E THOMAS J. JORDAN | |
| 4.6.1 | Introduzione | 299 |
| 4.6.2 | Dai coefficienti di liquidità agli obblighi di riserva | 299 |
| 4.6.3 | Dal controllo quantitativo alla manovra del tasso di interesse | 302 |
| 4.6.4 | Gli strumenti impiegati prima dell'avvento delle operazioni pronti contro termine | 303 |
| 4.6.5 | Revisione integrale dello strumentario | 306 |
| 4.6.6 | Sviluppo del mercato svizzero delle operazioni pronti contro termine | 308 |
| 4.6.7 | Le operazioni pct come moderno strumento di politica monetaria | 310 |
| 4.7 | Rinuncia agli interventi diretti | 312 |
| | GUIDO BOLLER | |
| 4.7.1 | Introduzione | 312 |
| 4.7.2 | Abolizione delle prescrizioni in termini di quantità e di prezzo: 1982–1987 | 314 |
| 4.7.3 | Revoca dell'obbligo di autorizzazione per le esportazioni di capitali: 1988–1995 | 316 |
| 4.7.4 | Completa liberalizzazione nel periodo 1996–2004 | 319 |
| 4.7.5 | Conclusioni | 320 |

| | | |
|------------|---|-----|
| 4.8 | L'importanza crescente della comunicazione | 322 |
| | WERNER ABEGG | |
| 4.8.1 | Introduzione | 322 |
| 4.8.2 | Basi storiche e motivazioni | 323 |
| 4.8.3 | Comunicazione ed efficacia della politica monetaria | 325 |
| 4.8.4 | Comunicazione con i mercati finanziari | 326 |
| 4.8.5 | Comunicazione con le istanze politiche | 329 |
| 4.8.6 | Comunicazione con la popolazione | 331 |
| 4.8.7 | I mass media, veicoli di informazione sulla politica monetaria | 333 |
| | Fonti e bibliografia | 335 |
| | | |
| 5 | Il ruolo della Banca nazionale nel sistema dei pagamenti | |
| | | |
| 5.1 | La circolazione e l'approvvigionamento del contante | 339 |
| | GUY MARADAN | |
| 5.1.1 | Basi giuridiche e mandato istituzionale | 339 |
| 5.1.2 | La domanda di contante | 340 |
| 5.1.3 | La gamma di banconote | 342 |
| 5.1.4 | Organizzazione del flusso di contante | 343 |
| 5.1.5 | Le banconote sotto il profilo della sicurezza | 348 |
| | | |
| 5.2 | Il sistema dei pagamenti senza contante | 351 |
| | ROBERT FLURI | |
| 5.2.1 | Situazione di partenza – il clearing bancario su base documentale | 351 |
| 5.2.2 | Limiti del clearing bancario – obiettivi assegnati a un nuovo sistema | 352 |
| 5.2.3 | Lo Swiss Interbank Clearing (SIC) – principali caratteristiche | 353 |
| 5.2.4 | Il progetto SIC – cooperazione fra le banche e la Banca nazionale | 356 |
| 5.2.5 | La soluzione transitoria SIC – una provvisorietà destinata a permanere | 361 |
| 5.2.6 | Il SIC come parte di una rete nazionale e internazionale | 363 |
| 5.2.7 | Il sistema dei pagamenti al dettaglio | 365 |
| | Fonti e bibliografia | 369 |

| | | |
|------------|---|-----|
| 6 | Le relazioni monetarie internazionali | |
| 6.1 | L'assistenza monetaria | 371 |
| | UMBERTO SCHWARZ | |
| 6.1.1 | Introduzione | 371 |
| 6.1.2 | Le promesse di sostituzione a fronte di crediti ponte | 372 |
| 6.1.3 | La partecipazione agli Accordi generali di prestito e il decreto federale sulla collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali | 373 |
| 6.1.4 | Le nuove promesse di sostituzione | 375 |
| 6.1.5 | I prestiti a medio termine in favore dei paesi dell'Europa centrale e orientale | 377 |
| 6.1.6 | I crediti addizionali a breve termine | 378 |
| 6.1.7 | La partecipazione ai Nuovi accordi di prestito | 381 |
| 6.1.8 | La contribuzione della Banca nazionale ai crediti dell'FMI in favore dei paesi più poveri | 382 |
| 6.1.9 | Il nuovo quadro giuridico e l'assistenza ai membri del gruppo di voto della Svizzera in seno all'FMI | 382 |
| 6.2 | La Svizzera e l'FMI | 385 |
| | ROBERTO CIPPÀ | |
| 6.2.1 | Introduzione | 385 |
| 6.2.2 | Il processo di adesione | 386 |
| 6.2.3 | Negoziazione di una quota iniziale elevata | 387 |
| 6.2.4 | La campagna per il sostegno interno | 388 |
| 6.2.5 | Formazione di un nuovo gruppo di voto e seggio addizionale | 389 |
| 6.2.6 | La Svizzera, paese membro dell'FMI | 390 |
| 6.2.7 | Le priorità della Svizzera in seno all'FMI | 392 |
| | Promozione della stabilità finanziaria internazionale | 393 |
| | Sostegno dell'attività del Fondo nei paesi a basso reddito | 394 |
| | Difesa degli interessi dei paesi membri del gruppo di voto | 396 |
| | Promozione della trasparenza e della responsabilità | 396 |
| 6.3 | Assistenza tecnica | 397 |
| | WERNER HERMANN | |
| 6.3.1 | Definizione e origini | 397 |
| 6.3.2 | Principi guida | 398 |
| 6.3.3 | Iniziative e principali ambiti di attività | 399 |
| 6.3.4 | Il Centro studi di Gerzensee | 400 |
| | Fonti e bibliografia | 401 |

| | | |
|------------|---|-----|
| 7 | La stabilità del sistema finanziario nell'ottica della Banca nazionale | |
| 7.1 | L'accresciuto interesse della Banca nazionale per la stabilità sistemica | 403 |
| | URS W. BIRCHLER | |
| 7.1.1 | Rilevanza delle banche ai fini della politica monetaria | 403 |
| 7.1.2 | Problemi bancari all'estero e in Svizzera | 404 |
| 7.1.3 | «Stabilità sistemica», il nuovo compito | 405 |
| 7.2 | L'evoluzione dei mercati finanziari | 407 |
| | VINCENT CRETTOLE | |
| 7.2.1 | L'interesse della Banca nazionale per i mercati finanziari | 407 |
| 7.2.2 | L'evoluzione dei tradizionali strumenti di risparmio e di investimento | 407 |
| 7.2.3 | L'espansione del mercato degli strumenti derivati | 409 |
| 7.2.4 | La crescente rilevanza degli investitori istituzionali | 411 |
| 7.2.5 | La globalizzazione dei mercati finanziari | 412 |
| 7.2.6 | Le conseguenze per la stabilità dei mercati finanziari | 414 |
| 7.3 | Gli sviluppi nel settore bancario | 415 |
| | URS W. BIRCHLER | |
| 7.3.1 | Le banche svizzere quale parte dell'economia internazionale | 415 |
| 7.3.2 | La crisi sul mercato interno ... | 417 |
| 7.3.3 | ... e il suo superamento | 418 |
| 7.3.4 | Consolidamento e concentrazione | 420 |
| 7.3.5 | Il banchiere: consulente finanziario, prestatore di fondi od operatore in rischi? | 423 |
| 7.3.6 | La sfida chiamata regolamentazione | 424 |
| 7.4 | La Banca nazionale come prestatore di ultima istanza | 427 |
| | DANIEL HELLER E HANS KUHN | |
| 7.4.1 | Introduzione | 427 |
| 7.4.2 | Ambiguità costruttiva | 428 |
| 7.4.3 | La politica della BNS al tempo della vecchia legge sulla Banca nazionale | 429 |
| 7.4.4 | La funzione di prestatore di ultima istanza secondo la nuova legge | 430 |
| | Sussidiarietà del sostegno straordinario di liquidità | 431 |
| | Rilevanza dal punto di vista sistemico | 431 |
| | Sostegno di liquidità, non salvataggio finanziario | 431 |
| | Garanzie | 432 |

| | | |
|------------|---|-----|
| 7.5 | La sorveglianza sui sistemi di pagamento | 433 |
| | ANDY STURM | |
| 7.5.1 | Introduzione | 433 |
| 7.5.2 | I rischi presenti nei sistemi di pagamento | 434 |
| 7.5.3 | L'evoluzione delle funzioni di sorveglianza | 436 |
| 7.5.4 | Basi legali e loro applicazione in Svizzera | 438 |
| | Fonti e bibliografia | 442 |
| | | |
| 8 | La gestione delle attività della Banca nazionale | |
| | | |
| 8.1 | Significato ed evoluzione delle attività | 445 |
| | M. SOPHIE FABER E DEWET MOSER | |
| 8.1.1 | Introduzione | 445 |
| 8.1.2 | Evoluzione delle attività | 446 |
| 8.1.3 | Struttura dell'attivo: investimenti in valuta e investimenti in franchi ... | 448 |
| 8.1.4 | Crescita degli utili e creazione di accantonamenti | 450 |
| 8.1.5 | Funzione e livello delle riserve monetarie | 452 |
| | | |
| 8.2 | Le operazioni in oro della Banca nazionale | 457 |
| | VINCENT CRETTOL | |
| 8.2.1 | Contesto storico | 457 |
| 8.2.2 | Distribuzione geografica e composizione degli averi in oro | 459 |
| 8.2.3 | Gestione reddituale degli averi in oro | 460 |
| 8.2.4 | Acquisti e vendite | 462 |
| | | |
| 8.3 | La politica di investimento della Banca nazionale | 467 |
| | DEWET MOSER E THOMAS STUCKI | |
| 8.3.1 | Introduzione | 467 |
| 8.3.2 | Gli inizi della politica di investimento | 468 |
| 8.3.3 | Gestione di portafoglio mirata a partire dal 1984 | 469 |
| 8.3.4 | Revisione parziale della legge sulla Banca nazionale del 1997 in funzione della politica di investimento | 472 |
| 8.3.5 | Nuovo assetto della politica di investimento a partire dal 1997 | 473 |
| 8.3.6 | Ottimizzazione della politica di investimento a partire dal 2004 | 475 |
| 8.3.7 | La gestione degli «attivi liberi», 2000–2005 | 478 |
| | | |
| 8.4 | La distribuzione degli utili | 480 |
| | PETER KLAUSER | |
| 8.4.1 | Introduzione | 480 |
| 8.4.2 | Aumento della volatilità degli utili e crescenti aspettative di profitto ... | 480 |

| | | |
|------------|---|-----|
| 8.4.3 | Cambiamento di approccio all'inizio degli anni novanta | 482 |
| 8.4.4 | Crescenti distribuzioni di utili | 484 |
| 8.4.5 | Gli accordi del 2002 e 2003 | 486 |
| 8.4.6 | Culmine dei versamenti con la distribuzione del ricavato dell'oro | 488 |
| | Fonti e bibliografia | 490 |
| 9 | Riforma dell'ordinamento monetario | |
| 9.1 | Problemi dell'ordinamento monetario tradizionale | 493 |
| | PETER KLAUSER | |
| 9.1.1 | Introduzione | 493 |
| 9.1.2 | Il diritto monetario costituzionale e legislativo dopo la seconda guerra mondiale | 493 |
| 9.1.3 | Parità aurea legale del franco e tassi di cambio flessibili | 496 |
| 9.1.4 | Crescente divario tra diritto monetario e realtà monetaria | 496 |
| 9.1.5 | Persistenza di uno statuto giuridico fittizio, in attesa di nuovi impulsi | 498 |
| 9.2 | Moneta e valuta nell'ambito della revisione totale della costituzione federale | 499 |
| | PETER KLAUSER | |
| 9.2.1 | Obiettivi della BNS nell'ambito della revisione della costituzione | 499 |
| | Soppressione del vincolo giuridico del franco all'oro | 500 |
| | Definizione di nuovi principi direttivi della politica monetaria | 500 |
| | Concisione e semplificazione | 501 |
| 9.2.2 | Avamprogetto costituzionale del 1995 | 501 |
| 9.2.3 | Disegno costituzionale del 1996 | 503 |
| 9.2.4 | Trattazione in Parlamento | 504 |
| 9.2.5 | Entrata in vigore e valutazione | 505 |
| 9.3 | Tentativo di riforma separata dell'ordinamento monetario | 506 |
| | PETER KLAUSER | |
| 9.3.1 | Introduzione | 506 |
| 9.3.2 | Rapporto del gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» | 507 |
| 9.3.3 | Parere del Consiglio federale e procedura di consultazione | 510 |
| 9.3.4 | Messaggio concernente un nuovo articolo costituzionale sulla moneta | 511 |
| 9.3.5 | Trattazione in Parlamento | 512 |
| 9.3.6 | Valutazione | 513 |

| | | |
|------------|---|-----|
| 9.4 | La disputa sull'utilizzo delle riserve di oro eccedentarie | 514 |
| | PETER KLAUSER | |
| 9.4.1 | L'idea di una Fondazione di solidarietà | 514 |
| 9.4.2 | Iniziativa popolare «per destinare le riserve d'oro eccedentarie della Banca nazionale svizzera al Fondo AVS» | 515 |
| 9.4.3 | Messaggio concernente l'utilizzo delle riserve di oro e una legge federale sulla Fondazione Svizzera solidale | 516 |
| 9.4.4 | Deliberazioni parlamentari e votazione popolare | 516 |
| 9.4.5 | Interventi politici relativi all'utilizzo dell'oro e all'iniziativa popolare «Utili della Banca nazionale per l'AVS» (Iniziativa COSA) | 517 |
| 9.4.6 | Messaggio concernente l'utilizzo delle 1300 tonnellate di oro e l'iniziativa COSA | 519 |
| 9.4.7 | Trattazione in Parlamento | 520 |
| 9.4.8 | Rapida distribuzione dell'oro eccedentario | 521 |
| 9.4.9 | Votazione popolare sull'iniziativa COSA | 522 |
| 9.5 | Nuova legge sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento | 523 |
| | PETER KLAUSER | |
| 9.5.1 | Introduzione | 523 |
| 9.5.2 | Progetto di legge del gruppo di esperti e procedura di consultazione | 524 |
| 9.5.3 | Messaggio relativo alla LUMP e linee generali della legge | 525 |
| 9.5.4 | Trattazione in Parlamento | 527 |
| 9.5.5 | Valutazione | 528 |
| 9.6 | Revisione totale della legge sulla Banca nazionale | 529 |
| | HANS KUHN | |
| 9.6.1 | Introduzione | 529 |
| 9.6.2 | I lavori di revisione | 530 |
| 9.6.3 | Mandato e compiti della Banca nazionale | 531 |
| 9.6.4 | Indipendenza e obbligo di rendiconto | 533 |
| 9.6.5 | Strumenti negoziali della Banca nazionale | 536 |
| 9.6.6 | Strumenti sovrani della Banca nazionale | 538 |
| 9.6.7 | Determinazione e distribuzione dell'utile | 540 |
| 9.6.8 | Organizzazione e disposizioni di diritto societario | 542 |
| 9.6.9 | Valutazione | 544 |
| | Fonti e bibliografia | 545 |

| | | |
|-------------|---|------------|
| 10 | La Banca nazionale svizzera come azienda | |
| 10.1 | La BNS come società anonima costituita secondo norme speciali del diritto federale | 549 |
| | DANIEL HÜBSCHER E HANS KUHN | |
| 10.1.1 | Introduzione | 549 |
| 10.1.2 | Forma mista di istituzione statale e banca privata | 550 |
| 10.1.3 | La particolare posizione giuridica degli azionisti della Banca nazionale | 551 |
| 10.1.4 | Riesame e conferma della forma giuridica | 553 |
| 10.1.5 | La quotazione in borsa delle azioni della Banca nazionale | 555 |
| 10.1.6 | Conclusione | 557 |
| 10.2 | La struttura di governo societario della BNS | 557 |
| | HANS KUHN | |
| 10.2.1 | Situazione iniziale | 557 |
| 10.2.2 | Riorganizzazione del governo societario mediante la revisione della legge sulla Banca nazionale | 559 |
| 10.2.3 | Le funzioni di sorveglianza del Consiglio di banca | 560 |
| 10.2.4 | La Direzione generale quale massimo organo esecutivo | 561 |
| 10.2.5 | L'obbligo di rendiconto al Consiglio federale e all'Assemblea federale | 563 |
| 10.2.6 | La revisione interna | 563 |
| 10.2.7 | Conclusione | 564 |
| 10.3 | La presenza della BNS a livello regionale | 564 |
| | THOMAS WIEDMER | |
| 10.3.1 | Situazione iniziale | 564 |
| 10.3.2 | Fattori oggettivi alla base della struttura decentrata | 565 |
| 10.3.3 | Riorganizzazione delle succursali | 567 |
| 10.3.4 | Chiusura di succursali | 567 |
| 10.3.5 | Adeguamento dell'organizzazione aziendale interna | 568 |
| 10.4 | Lo scorporo delle attività collaterali | 570 |
| | HANS-CHRISTOPH KESSELRING | |
| 10.4.1 | La Banca nazionale nel ruolo di banca delle banche | 570 |
| 10.4.2 | La politica di sconto al servizio di interessi particolari | 571 |
| 10.4.3 | La politica di sconto nel finanziamento delle scorte obbligatorie | 573 |
| 10.4.4 | La cessazione delle operazioni con il settore non bancario | 575 |
| 10.4.5 | La Banca nazionale nel ruolo di banchiere della Confederazione | 576 |

| | | |
|-------------|--|------------|
| 10.4.6 | I nuovi principi basati sulla libertà di contrattazione e sulla retribuzione delle prestazioni | 578 |
| 10.4.7 | Il divieto di concedere crediti allo Stato | 581 |
| 10.5 | La Banca nazionale si confronta con il suo ruolo nella seconda guerra mondiale | 584 |
| | PETER KLAUSER | |
| 10.5.1 | Introduzione | 584 |
| 10.5.2 | La ricostruzione storica delle transazioni in oro della Banca nazionale durante la seconda guerra mondiale | 585 |
| 10.5.3 | Il contributo della Banca nazionale al Fondo per le vittime dell'olocausto | 588 |
| 10.5.4 | Patrimoni in giacenza presso la Banca nazionale | 592 |
| 10.5.5 | Azione legale collettiva nei confronti della Banca nazionale | 594 |
| | Fonti e bibliografia | 600 |

Part 3

Assessment and outlook

| | | |
|-----------|---|-----|
| 11 | The National Bank's monetary policy: evolution of policy framework and policy performance | |
| | ERNST BALTENSPERGER | |
| 11.1 | Introduction | 605 |
| 11.2 | Phases of Swiss monetary policy since 1980 | 606 |
| 11.2.1 | Prelude: exchange market turbulence and temporary exchange rate target: 1978–1979 | 606 |
| 11.2.2 | Surge of inflation and return to annual money growth targets and to monetary stability: 1980–1986 | 606 |
| 11.2.3 | Instability of reserve demand and unintended monetary expansion: 1987–1990 | 607 |
| 11.2.4 | Restoring price stability and transition to medium-term targets for money: 1991–1993 | 608 |
| 11.2.5 | Misjudging the business cycle and monetary overrestriction: 1994–1995 | 609 |
| 11.2.6 | Return to normality and transition to a new concept | 610 |

| | | |
|-------------|--|------------|
| 11.2.7 | Monetary policy under a new policy framework: 2000–2005 | 611 |
| 11.3 | The evolution of the SNB's policy framework | 612 |
| 11.3.1 | A pioneering role in the development and application of monetary targeting | 612 |
| 11.3.2 | Increasing short-term flexibility through medium-term target paths for money | 616 |
| 11.3.3 | Inflation forecasts as the main policy indicator | 618 |
| 11.3.4 | Policy implementation | 622 |
| 11.4 | Policy performance: 1980–2005 | 623 |
| 11.4.1 | Successes and failures | 623 |
| 11.4.2 | First critical episode: inflation surge of 1980–1981 | 624 |
| 11.4.3 | Second critical episode: monetary overexpansion of 1987–1990 | 625 |
| 11.4.4 | Third critical episode: currency appreciation and monetary overrestriction of 1994–1995 | 628 |
| 11.4.5 | Was the SNB's policy too monetarist and not flexible enough? | 629 |
| 11.4.6 | Should the SNB's policy have been more exchange rate-oriented? | 631 |
| 11.5 | Conclusion | 632 |
| | References | 633 |
| | | |
| 12 | Inflation targeting: true progress or repackaging of an old idea? | |
| | FREDERIC S. MISHKIN | |
| 12.1 | Introduction | 635 |
| 12.2 | Central banking in the 1960s | 636 |
| 12.3 | Central banking in the 1970s: the advent of monetary targeting | 637 |
| 12.4 | Central banking in the late 1970s and 1980s: the failure of monetary targeting? | 639 |
| 12.5 | The search for a better nominal anchor: the birth of inflation targeting in the 1990s | 643 |
| 12.6 | Where is inflation targeting heading? | 651 |
| 12.7 | Conclusion | 654 |
| | References | 655 |

| | | |
|-----------|--|-----|
| 13 | The optimal rate of inflation | |
| | MARVIN GOODFRIEND | |
| 13.1 | Introduction | 661 |
| 13.2 | The optimum quantity of money | 663 |
| 13.2.1 | Modern restatement | 664 |
| 13.2.2 | Distortionary taxation | 666 |
| 13.2.3 | Empirical controversies | 667 |
| 13.3 | The new neoclassical synthesis | 668 |
| 13.3.1 | Models of staggered price setting | 669 |
| 13.3.2 | Optimal trend inflation without indexation | 670 |
| 13.3.3 | Optimal cyclical inflation without indexation | 671 |
| 13.3.4 | Optimal inflation with a flexible-price sector | 671 |
| 13.3.5 | Optimal trend deflation with relative price, monetary and mark-up distortions | 672 |
| 13.3.6 | Optimal inflation with indexation | 673 |
| 13.4 | The zero bound on nominal interest rates | 673 |
| 13.5 | Full market interest on bank reserves and currency card accounts | 675 |
| 13.5.1 | The provision of currency card accounts | 676 |
| 13.5.2 | Payment of full market interest on reserves | 676 |
| 13.6 | Conclusion | 678 |
| | References | 679 |
| | | |
| 14 | Is price stability enough? | |
| | WILLIAM R. WHITE | |
| 14.1 | Introduction | 683 |
| 14.2 | Deviating from price stability: have the costs been overestimated? | 686 |
| 14.3 | Maintaining price stability: have the benefits been overestimated? | 692 |
| 14.3.1 | Traditional constraints: output growth and exchange rates | 693 |
| 14.3.2 | New constraints: fixed capital, debt and financial stability | 695 |
| | Lessons from economic history | 695 |
| | Lessons from the history of economic thought | 696 |
| | Why history might still matter | 698 |

| | | |
|-------------|--|-----|
| 14.4 | Evaluating the conventional policy framework | 700 |
| 14.4.1 | The conventional policy framework | 700 |
| 14.4.2 | Arguments for the status quo | 702 |
| 14.4.3 | Arguments for change | 703 |
| | Limited monetary resistance as confidence mounts | 703 |
| | Asymmetric easing in the downturn | 705 |
| | Positive supply-side shocks | 707 |
| | Cumulative effects given the conventional framework | 708 |
| 14.5 | What might an adapted policy framework look like? | 709 |
| | References | 712 |
| | | |
| 15 | Monetary policy under flexible exchange rates: an assessment MANFRED J. M. NEUMANN | |
| 15.1 | Introduction | 715 |
| 15.2 | The promises of floating | 716 |
| 15.3 | The switch to flexible rates in 1973 | 718 |
| 15.4 | Anchoring inflation expectations | 720 |
| 15.4.1 | The nature of the problem | 720 |
| 15.4.2 | Historical solutions | 721 |
| | Monetary targeting at the Deutsche Bundesbank | 723 |
| | Monetary targeting at the Swiss National Bank | 724 |
| | Inflation forecast targeting at the Bank of England | 725 |
| | Conclusion | 726 |
| 15.5 | On the impact of monetary policy on exchange rates | 727 |
| 15.6 | The temptation and burden of intervention | 730 |
| 15.6.1 | Is intervention effective? | 731 |
| 15.6.2 | Two major episodes | 734 |
| 15.6.3 | The big US inflation: 1977–1979 | 735 |
| 15.6.4 | The Plaza-Louvre experience: 1985–1989 | 737 |
| 15.7 | On the long-run prospects of flexible exchange rates | 741 |
| | References | 746 |

| | | |
|-------------|--|-----|
| 16 | Foreign exchange reserves – what for? | |
| | PETER B. KENEN | |
| 16.1 | Introduction | 749 |
| 16.2 | The role played by changes in the monetary system | 751 |
| 16.2.1 | The Bretton Woods era | 751 |
| 16.2.2 | The floating rate era | 752 |
| 16.2.3 | The emerging market era | 754 |
| 16.3 | A brief history of research on optimal reserves | 755 |
| 16.3.1 | The demand for reserves in the Bretton Woods era | 756 |
| 16.3.2 | The demand for reserves in the floating rate era | 757 |
| 16.3.3 | The demand for reserves in the emerging market era | 758 |
| 16.4 | Small similarities and large anomalies | 760 |
| 16.4.1 | Four simple correlations | 760 |
| 16.4.2 | The Swiss case as a benchmark | 762 |
| 16.4.3 | A closer look at the Swiss case | 763 |
| 16.5 | Reviewing the reasons for holding reserves | 764 |
| 16.5.1 | Stabilising the domestic value of the currency | 765 |
| 16.5.2 | Stabilising the external value of the currency | 765 |
| 16.5.3 | The precautionary motive | 766 |
| 16.5.4 | Guarding against adversity | 767 |
| 16.6 | Conclusion | 769 |
| | Archived sources and references | 774 |
| | | |
| 17 | Switzerland and Euroland: European Monetary Union, monetary stability and financial stability | |
| | MARTIN HELLWIG | |
| 17.1 | Introduction: where did we come from? | 777 |
| 17.1.1 | Early expectations of instability form European Monetary Union | 777 |
| 17.1.2 | Experience of monetary instability in the 1970s | 778 |
| 17.1.3 | The ERM experiment | 779 |
| 17.1.4 | From ERM to EMU | 780 |

| | | |
|-------------|--|-----|
| 17.2 | How firm is the commitment to monetary stability in Euroland? | 781 |
| 17.2.1 | A surprise for Oskar Lafontaine: central bank independence after Maastricht | 781 |
| 17.2.2 | Depoliticisation of monetary policy | 782 |
| 17.2.3 | Is independence threatened by the European Commission? | 783 |
| 17.2.4 | How robust is the ECB's position? | 785 |
| 17.2.5 | The problem of fiscal instability | 787 |
| 17.2.6 | The role of the central bank in a large, heterogeneous currency area | 789 |
| 17.2.7 | Reduced importance of exchange rates | 790 |
| 17.2.8 | Euroland prices and inflation – statistical artefacts or matters of real-life experience? | 791 |
| 17.2.9 | Summary | 793 |
| 17.3 | Switzerland as an island in Euroland | 793 |
| 17.3.1 | Euro-isation of the Swiss monetary system? | 793 |
| 17.3.2 | Dependence of the economy on the foreign sector | 794 |
| 17.3.3 | Does EMU affect the exchange rate exposure of Switzerland? | 796 |
| 17.3.4 | Implications for the Swiss economy | 797 |
| 17.3.5 | Implications for Swiss monetary policy | 798 |
| 17.3.6 | Competitiveness rhetoric and the political economy of structural change | 800 |
| 17.3.7 | Does Switzerland's role as a rentier affect the political economy of structural change? | 801 |
| 17.4 | Financial stability and the lender of last resort: does EMU make a difference? | 802 |
| 17.4.1 | Problems in banking as a potential problem for the economy | 803 |
| 17.4.2 | Systemic aspects of risk in banking and finance | 805 |
| 17.4.3 | Prerequisites of timely, effective and sustainable policy intervention ... | 807 |
| 17.4.4 | Banking supervision and financial crisis management in Euroland ... | 808 |
| 17.4.5 | Concerns about the viability of arrangements in Euroland | 810 |
| 17.4.6 | Implications for Switzerland | 813 |
| | Archived sources and references | 815 |

18 International monetary and financial architecture in an integrating world economy

ALEXANDER K. SWOBODA

| | | |
|-------------|---|-----|
| 18.1 | Introduction | 817 |
| 18.2 | Functions and evolution of the IMFS | 818 |
| 18.2.1 | Functions of the IMFS | 818 |
| 18.2.2 | The Bretton Woods system | 818 |
| 18.2.3 | After Bretton Woods | 822 |
| 18.3 | Taking stock | 826 |
| 18.3.1 | A changed IMFS | 826 |
| | The exchange rate regime | 826 |
| | The key currency regime | 826 |
| | Financial market integration | 826 |
| | Capital flows | 827 |
| | Integration of developing countries | 827 |
| | Governance | 827 |
| | Political factors | 828 |
| 18.3.2 | A flat world? | 828 |
| 18.4 | Issues | 830 |
| 18.4.1 | The exchange rate and key currency regimes | 830 |
| 18.4.2 | International macroeconomic policy coordination | 833 |
| 18.4.3 | The institutional mix and the role of the IMF | 837 |
| 18.5 | Conclusion | 847 |
| | References | 849 |

Appendice

| | |
|-----------------------------|-----|
| Abbreviazioni | 852 |
| Autori | 856 |
| Note di stampa | 859 |

Parte 1
Il periodo 1907–1982

1 La Banca nazionale dal 1907 al 1946: storia di un'infanzia felice o di un'adolescenza travagliata?

MICHAEL BORDO E HAROLD JAMES

1.1 Introduzione

Questo contributo descrive l'evoluzione della dottrina e della prassi della politica dell'istituto d'emissione in Svizzera, nonché l'influsso esercitato dai dibattiti e delle controversie del periodo fra le due guerre sulla formulazione della politica monetaria dopo il 1945. All'esame delle origini e della base dottrinale della Banca nazionale fa seguito un'analisi dei suoi strumenti operativi, da cui emerge come la BNS abbia progressivamente ridotto il ricorso al tradizionale strumento del saggio di sconto facendo invece assegnamento sulla politica valutaria. In tale contesto viene esaminata la strategia seguita dalla BNS negli acquisti e vendite di oro e in risposta alla crescente volatilità dei movimenti di capitali nel periodo fra le due guerre. Vengono inoltre discussi l'atteggiamento della BNS riguardo alle aspettative circa il suo ruolo di prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*) e l'approccio generale da essa adottato nei confronti della stabilizzazione macroeconomica. La trattazione considera infine il retaggio concettuale lasciato all'era postbellica.

Dopo i primi quindici anni assai travagliati, comprendenti un periodo di acuta inflazione durante la prima guerra mondiale, seguito da una drastica deflazione, la Banca nazionale era divenuta più solida e più sicura di sé. Il secondo conflitto mondiale diede origine a importanti controversie sul fronte esterno, ma non a livello nazionale, circa il ruolo svolto dall'istituto.

Volendo tracciare un parallelo fra percorso evolutivo istituzionale e personale, si potrebbe dire che la BNS conobbe un'infanzia via via più serena. Nel presente articolo sono impiegati alcuni indicatori oggettivi per valutare lo sviluppo dell'istituto nella prima parte della sua vita. In particolare viene fatto ricorso a modelli macroeconomici moderni, al fine di testare due fra gli aspetti più controversi della politica economica della Svizzera nel periodo compreso fra le due guerre. In primo luogo, sono presentate simulazioni basate su un modello semplice di macroeconomia aperta – modello di McCallum-Nelson modificato – nell'intento di analizzare l'appropriatezza della politica di cambio nel periodo compreso fra la svalutazione della sterlina, nel settembre 1931, e quella del franco, nel settembre 1936; in secondo luogo, con l'ausilio di un modello moderno della regola di Taylor, viene

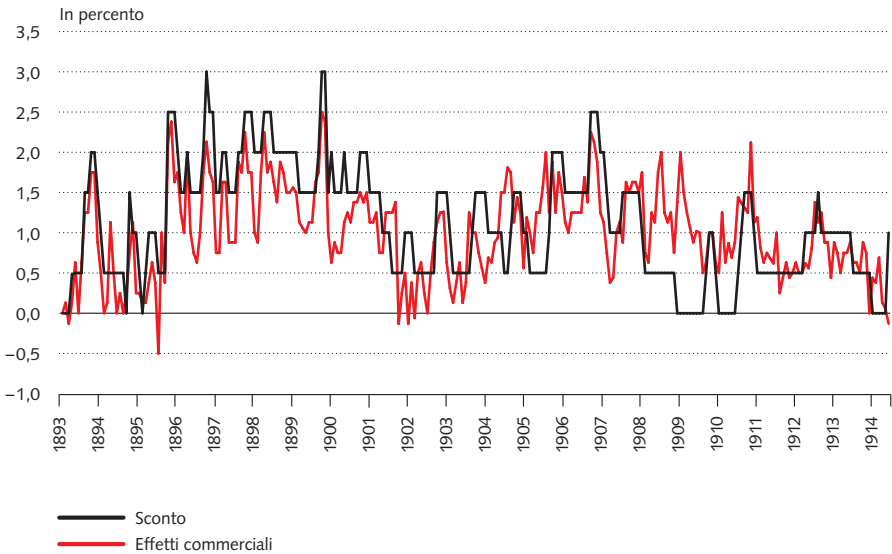
esaminata l'adeguatezza della politica di tasso di interesse (attraverso lo sportello del risconto) attuata dalla banca centrale.

1.2 Origini dell'attività delle banche centrali

Qual è la ragion d'essere di una banca centrale? I liberisti classici del diciannovesimo secolo propugnavano un regime di *free banking*, in cui varie banche operano in concorrenza come emittenti di banconote. Un regime di questo tipo, vigente in Gran Bretagna anteriormente al Bank Act del 1844 e negli Stati Uniti, era causa di costante incertezza per i detentori dei biglietti e di periodiche crisi di panico. Per contro, alla stessa epoca in Svizzera, dove l'attività di emissione degli istituti abilitati soggiacque a controlli a livello federale a partire dal 1881, i fallimenti furono rari e non si verificò alcun episodio di panico diffuso. Per i liberisti la Svizzera era l'esempio tipico di come una società ben ordinata potesse fare a meno della banca centrale. Sul piano internazionale, secondo la logica del tallone aureo (*gold standard*) non vi sarebbe alcun bisogno di banche centrali, stante l'assunto fondamentale che gli aggiustamenti si realizzano automaticamente.

Le banche centrali esistono per fornire beni pubblici che difficilmente possono essere prodotti dal mercato. Agli albori dell'Europa moderna i cosiddetti «fallimenti del mercato» ebbero origine indiscutibilmente dall'operato di potenti Stati impegnati in dispendiosi conflitti militari, e le banche centrali come la Bank of England o la Sverige Riksbank vennero create soprattutto con l'intento di gestire il debito pubblico accumulato in seguito alle molte guerre. Nel diciannovesimo secolo, invece, in presenza di un minor numero di conflitti e di un debito pubblico più contenuto, le banche centrali furono concepite quale complemento del sistema finanziario, al fine di contrastare i rischi di instabilità. In particolare, le numerose banche centrali create in quel secolo furono la risposta all'uno o all'altro dei due seguenti problemi: l'esigenza di impedire o controllare gli episodi di panico finanziario e la gestione dei flussi internazionali. Tali problemi – stabilità interna e aggiustamento esterno – erano spesso collegati poiché, con la virtuale assenza di vincoli alla mobilità dei capitali, le crisi di fiducia tendevano ad assumere un carattere internazionale. La Deutsche Reichsbank fu costituita nel 1875 sulla scia del crollo borsistico del 1873, mentre il Federal Reserve System degli Stati Uniti trasse origine dal dibattito sulle cause e sulle modalità di risoluzione della crisi di panico del 1907. In molti paesi si era fatta strada l'idea secondo cui la banca centrale era l'istituzione che avrebbe dovuto proteggere «l'attività normale» (*normal business*) dalle turbolenze dei mercati internazionali, specie nelle piccole economie aperte ai flussi finanziari e commerciali con l'estero. La Svizzera era un

Figura 1.1

Differenziale fra i tassi di interesse svizzeri e quelli francesi; 1893–1914

Fonte: Global Financial Database.

esempio classico di sistema economico fortemente aperto: nell'ultima parte del secolo diciannovesimo e agli inizi del ventesimo la sua economia dipendeva dai mercati internazionali dei capitali, specie per il finanziamento di importanti opere di infrastruttura e ingegneristiche, come la galleria ferroviaria del San Gottardo. Gran parte dei fondi esteri era raccolta sulla piazza di Parigi, e la Svizzera veniva generalmente considerata come un'appendice del mercato francese. Nei primi anni del ventesimo secolo i tassi di interesse commerciali svizzeri, così come il tasso di sconto praticato dalle banche di emissione, erano in genere sensibilmente più elevati che quelli vigenti a Parigi (figura 1.1), cosicché il differenziale di interesse agiva da incentivo agli afflussi di capitali. Alla stessa epoca, tuttavia, alcune società elvetiche avevano iniziato a percepire importanti redditi dall'estero e ad esportare capitali.

La Banca nazionale sostituì una moltitudine di banche di emissione concorrenti, in parte private e in parte pubbliche. Diversamente da quasi tutte le principali banche centrali fondate durante l'era di forte globalizzazione che precedette la prima guerra mondiale, la creazione della BNS non costituì la risposta immediata a un'improvvisa e grave crisi finanziaria. Intorno alla metà dell'Ottocento, la Banque de France fungeva di fatto da banca centrale svizzera in un mercato finanziario strettamente integrato con quello francese. La sua posizione subì però un duro colpo dalla guerra franco-prussiana del 1870, e le

banconote francesi non vennero più accettate dal pubblico dopo che la Francia ne sospese la convertibilità. La maggior parte delle transazioni correnti erano effettuate in monete d'argento e d'oro, sebbene fino al 1882 circolasse anche un cospicuo volume di biglietti di piccolo taglio (5, 10 e 20 franchi).

In Svizzera il passaggio dal *free banking* a un sistema imperniato sulla banca centrale avvenne lentamente e con gradualità. Fino alla metà del diciannovesimo secolo il *free banking* aveva funzionato bene, e vi era stato un solo fallimento bancario di rilievo. Nel 1870, in seguito al ritiro dalla circolazione delle banconote francesi, emerse l'esigenza di una maggiore regolamentazione pubblica. L'emissione di banconote rimase deregolamentata a livello federale sino al 1881, quando la nuova legge in materia limitò il diritto di emissione alle banche costituite in forma di società per azioni e alle banche cantonali, che erano ora tenute a detenere una riserva metallica minima e ad accettare reciprocamente le banconote emesse. Furono inoltre unificati il disegno e il taglio dei biglietti¹. La legge del 1881 era l'espressione del sempre più diffuso convincimento, negli ambienti economici e politici svizzeri, che il sistema basato su banche di emissione multiple e solo parzialmente regolamentate presentava significativi difetti, fra cui soprattutto la ricorrente scarsità di contante alle tradizionali date di pagamento, come la festa di San Martino, che continuava ad essere la più importante scadenza per i contratti agricoli e le assunzioni avventizie, e la fine dell'anno. Nel 1888 l'emissione di banconote venne temporaneamente a cessare. Ciò fu dovuto all'insufficiente flessibilità del sistema, poiché le banche abilitate tendevano ad emettere biglietti fino al massimo legale e non erano quindi più in grado di far fronte a richieste straordinarie di mezzi di pagamento². Si trattava di problemi tipici di un'economia alquanto tradizionale, piuttosto che di una nazione industrializzata moderna, vulnerabile a causa della sua esposizione all'economia internazionale.

Era tuttavia presente anche una componente internazionale. Le ricorrenti scarsità di moneta erano aggravate dalla sottrazione di circolante causata dalle modalità di funzionamento dell'Unione monetaria latina (UML), di cui la Svizzera faceva parte fin dal 1865. Ogni qual volta gli effetti francesi facevano premio su quelli svizzeri (a causa del disavanzo dei pagamenti della Svizzera) si offrivano redditizie opportunità di arbitraggio. Gli speculatori acquistavano monete d'argento pagando con banconote svizzere, quindi esportavano le monete a Parigi e spiccavano effetti cambiari che presentavano poi alle banche emittenti svizzere, le quali erano obbligate a riacquistare

1 Cfr. Weber (1992); Neldner (2003).

2 Cfr. Ritzmann (1973).

l'argento esportato. Queste operazioni causarono pesanti perdite alle banche nelle fasi di più intenso drenaggio, come nel 1899, allorché un importante istituto, la Banque de Genève, abbandonò l'attività di emissione³. Nello stesso anno le banche di emissione convennero di consorzio gli oneri per il rimpatrio dell'argento dalla Francia. La generale debolezza del franco svizzero nei confronti del franco francese (con la persistente presenza di un disaggio in sfavore del primo) venne in seguito attribuita anche all'eccesso di biglietti posti in circolazione da varie banche di emissione private e pubbliche (a fine 1906 erano state emesse banconote per 234 milioni di franchi sul totale massimo di 244,7 milioni consentito ai termini dei rispettivi statuti)⁴.

Nel 1891 venne compiuto un primo cauto passo verso l'istituzione di una banca centrale con l'emendamento dell'articolo 39 della Costituzione federale, che attribuiva alla Confederazione il monopolio nell'emissione di banconote, da esercitarsi mediante una «banca di Stato» oppure una «banca centrale per azioni amministrata con il concorso e sotto la sorveglianza della Confederazione». Dovettero comunque ancora passare sedici anni prima che fosse creata la Banca nazionale. Una legge del 1894 avrebbe dovuto istituire la banca di Stato. Secondo i suoi proponenti liberali-radicali, un'istituzione di questo tipo corrispondeva meglio alla tradizione democratica svizzera che non una banca centrale a capitale privato come la Reichsbank dell'autocratica Germania. Tuttavia, i conservatori, i liberisti e gli avversari del centralismo, guidati dall'influente gruppo di pressione costituito dall'Unione svizzera del commercio e dell'industria (USCI), si opposero energicamente alla legge, che venne infine bocciata in un referendum del 1897. Il presidente dell'USCI elaborò quindi una proposta alternativa per una banca privata che non avrebbe consentito alcun «socialismo di Stato» o controllo pubblico della politica creditizia. Fece seguito una polemica fra i Cantoni sulla sede della banca e sulle modalità di distribuzione dei suoi utili. Soltanto nel 1905 si poté trovare un compromesso accettabile (l'istituenda Banca avrebbe avuto una duplice sede, a Berna e a Zurigo), che aprì la strada all'avvio dell'attività della BNS nel 1907. Questo dualismo istituzionale non costituiva un problema in circostanze normali, ma quando si resero necessarie decisioni drastiche in tempi brevi, come allo scoppio della prima guerra mondiale, esso richiese un gran numero di comunicazioni telefoniche e di spostamenti fra le due città⁵.

3 Cfr. Zimmermann (1987), p. 38.

4 Cfr. Kellenberger (1937); cfr. anche Ruoss (1992), p. 13.

5 Bank of England, informazione sulla BNS (1935).

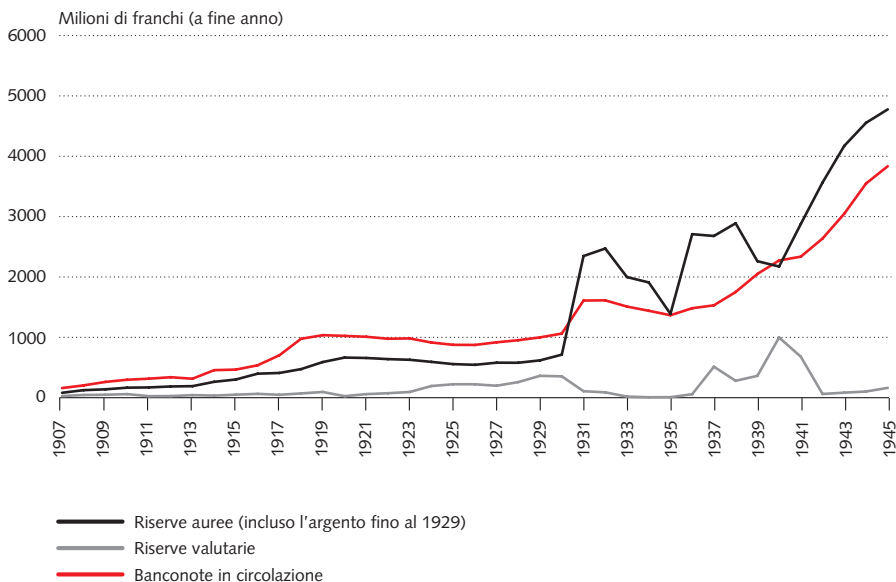
La legge sulla Banca nazionale del 1905 consentiva all'istituto di emettere banconote in funzione delle «esigenze del commercio», nei tagli da 50, 100, 500 e 1000 franchi, ben superiori a quelli richiesti per le transazioni ordinarie. Fino al 1914 la BNS ebbe l'obbligo di convertire al valore nominale tali banconote contro monete metalliche a corso legale, sia d'oro che d'argento. D'altra parte esisteva un'asimmetria, in quanto la BNS non aveva alcun obbligo di acquistare oro, che poteva tuttavia essere portato alla zecca e coniato pagando una commissione (15 franchi per ogni chilo di metallo), ma solo in quantità determinate dalla capacità della zecca. Negli anni venti quest'ultima poteva coniare monete per il valore di un milione di franchi nell'arco di venti giorni, mentre occorrevano altri dieci giorni per ogni milione aggiuntivo. A fronte delle banconote emesse la BNS doveva detenere una riserva metallica minima del 40%. La riserva poteva essere sia in oro sia in argento, ma in pratica essa era costituita in prevalenza da oro. Il rapporto di copertura effettivo delle riserve metalliche fu mantenuto a un livello decisamente superiore al minimo legale (cfr. figura 1.2). Fra il 1907 e il 1914 il tasso di copertura delle riserve valutarie oscillò intorno al 70%, poiché la dirigenza della BNS temeva la possibilità di improvvisi consistenti deflussi. Con l'entrata in funzione della BNS le precedenti banche di emissione dovettero riscattare le proprie banconote entro un termine di tre anni.

La nuova banca fu organizzata in forma di società anonima (veste giuridica allora usuale per le banche centrali europee), con capitale detenuto per due quinti da soggetti privati svizzeri, per due quinti dai Cantoni e per un quinto dalle ex banche di emissione.

Per una nuova banca centrale destinata a fornire una nuova definizione di bene pubblico è necessaria una formulazione esplicita delle caratteristiche di quel bene, oppure un grado elevato di controllo politico che preveda un processo inteso a definire i contorni del bene stesso. In un'ottica moderna la definizione esplicita del bene pubblico può essere formulata in termini di obiettivo: obiettivo monetario (negli anni settanta) oppure obiettivo di inflazione (più di recente). Prima dell'avvento di un tale approccio di politica monetaria le banche centrali tendevano a ragionare in termini di obiettivi di cambio, in particolare quelli fissati da un qualche ordinamento monetario internazionale come il *gold standard* o il sistema di Bretton Woods, e dovevano quindi adeguare l'assetto monetario interno secondo modalità che fossero conciliabili con i predetti vincoli esogeni. In assenza di un obiettivo chiaramente definito, la politica monetaria dovrebbe sottostare allo scrutinio, al dibattito e al controllo pubblico.

In pratica la nuova Banca nazionale era soggetta a una considerevole sorveglianza politica, in forza di molte caratteristiche istituzionali intese a limitarne

Figura 1.2

Banconote in circolazione e riserve monetarie svizzere; 1907–1945

Fonti: BNS (1957), tabelle 1 e 2.

l'autonomia e a garantire un processo politico di formazione del consenso. La sua struttura rispecchiava molte delle richieste di controllo politico che avevano contraddistinto i dibattiti istituzionali degli anni 1890. I vertici aziendali (Direzione generale) erano nominati dal Consiglio federale (ossia dal Governo) e non dall'assemblea generale degli azionisti, come avviene di regola in una normale società anonima. Il privilegio d'emissione, ossia il diritto esclusivo di emettere banconote, restava in vigore per un periodo di vent'anni, dopodiché doveva essere rinnovato ogni decennio. Diversamente dalla Bank of England (che implicitamente o esplicitamente veniva spesso assunta come modello di riferimento per le banche centrali), non vi era un governatore dotato di poteri forti in grado di affermare un determinato profilo gestionale, e i tre membri della Direzione generale decidevano in base a votazione. Il presidente della Direzione generale si configurava come *primus inter pares*, che poteva anche essere messo in ombra da un collega particolarmente abile sul piano dialettico o intellettuale: di fatto, parecchie decisioni furono controverse.

La Direzione generale era soggetta alla supervisione di un Consiglio di banca formato da 40 membri, di cui 15 eletti dagli azionisti in occasione dell'Assemblea generale e 25, fra i quali un presidente e un vicepresidente, nominati dal Governo. Il Consiglio di banca sceglieva quindi al proprio interno

i cinque membri del Comitato di banca, che esercitava una vigilanza più stretta e comprendeva anche il presidente e il vicepresidente dello stesso Consiglio di banca. Sia il Consiglio che il Comitato condussero discussioni assai vivaci e critiche su questioni inerenti alla politica della BNS, e negli anni venti tentarono anche di assicurarsi una rappresentanza permanente in seno alla Direzione generale. Le prime nomine caddero su figure politiche. Il primo presidente del Consiglio di banca fu Johann Hirter, presidente del Consiglio nazionale (la camera bassa del Parlamento), che nel 1890 era stato uno dei principali fautori di una banca di Stato, mentre il primo vicepresidente, Paul Usteri, era un politico liberale di Zurigo. A quell'epoca erano in pochi a temere – nel contesto politico svizzero fortemente decentrato – che la banca centrale potesse erogare eccessivo credito al Governo (un pericolo senz'altro presente in paesi a vocazione più militarista). L'obiettivo del forte controllo politico era quello di rendere la BNS più indipendente dal mondo bancario e finanziario. Secondo l'esperienza maturata nel diciannovesimo secolo, il timore di un abuso della banca centrale concerneva piuttosto la possibilità che le banche commerciali le accollassero effetti cambiari di bassa qualità o speculativi. Fu soltanto nel secolo ventesimo che il rischio di un uso indebito della banca centrale venne ricollegato alla finanza pubblica, con il progressivo affermarsi della moderna economia del benessere, nonché come conseguenza delle crescenti pressioni per ampliare le erogazioni sociali.

1.3 Dottrina

La nozione di bene pubblico, o in altri termini il quadro operativo della politica della Banca nazionale, si basava su due pilastri: la dottrina degli effetti cambiari reali (*real bills doctrine*) e il tallone aureo. La BNS condivideva pertanto l'approccio concettuale delle altre maggiori banche centrali dell'epoca, la Bank of England, la Banque de France, la Reichsbank e l'ancor più giovane Federal Reserve System.

La dottrina degli effetti cambiari reali si era sviluppata a partire dalla prassi bancaria e di banca centrale dell'Inghilterra del secolo diciannovesimo. Essa affermava che le banche commerciali avrebbero dovuto prestare denaro unicamente contro la garanzia di effetti commerciali a breve emessi per finanziare scorte, raccolti agricoli, fatture da incassare e merci in transito. La forma standard di effetto era divenuta la cambiale a tre mesi o 90 giorni, che copriva il tempo necessario per il trasporto di merci attraverso l'Atlantico. Tali effetti erano autoliquidanti, visto che avevano alla base una transazione specifica che si sarebbe conclusa alla data prestabilita. Gli effetti emessi con altre finalità, per i quali non vi era una liquidazione automatica al pagamento,

erano detti speculativi e in quanto tali non dovevano far parte del portafoglio cambiario di una banca.

Il compito della banca centrale era quello di fornire liquidità alle banche ordinarie riscontando gli effetti commerciali autoliquidanti. Le banconote potevano essere emesse a fronte di riserve metalliche, ma anche contro la garanzia di tali effetti. La banca centrale non doveva tuttavia erogare credito per finanziare gli acquisti di azioni o di titoli di Stato: nel caso avesse riscontato cambiali speculative o non commerciali (la cosiddetta carta finanziaria), ne sarebbe conseguita un'inflazione dei prezzi delle attività, che dapprima avrebbe causato inflazione generale per poi tradursi inevitabilmente in deflazione, in seguito all'azione correttiva dei meccanismi di aggiustamento internazionale del sistema del tallone aureo. L'aumento dei prezzi avrebbe infatti condotto a un disavanzo commerciale e ad un deflusso di oro, riducendo così l'offerta di moneta⁶. Lo sconto di effetti emessi dal Governo avrebbe parimenti originato inflazione.

La dottrina degli effetti cambiari reali trovò la sua più nitida veste formale negli scritti della *Banking School* britannica, e venne ben esplicitata da Walter Bagehot nel suo classico *Lombard Street*, nonché dal banchiere scozzese John Rae. Nella letteratura tedesca essa costituì la base della visione della finanza esposta da Adolph Wagner e Walther Lotz⁷. Negli Stati Uniti, la funzione della banca centrale, così come emerse dai dibattiti della Commissione Aldrich che sfociarono nella creazione del Federal Reserve System, era quella di assecondare i legittimi «bisogni del commercio».

La realtà bancaria di molti paesi si discostava notevolmente dagli ideali della dottrina, poiché gran parte del credito aveva finalità prettamente speculative. Nel dibattito di opinioni svizzero dell'ultimo scorcio del diciannovesimo secolo, anche i fautori di una banca monopolista avevano in mente una particolare disciplina per tale istituzione: secondo la loro visione, che traeva ispirazione dall'esperienza estera, una banca centrale avrebbe dovuto scontare solo effetti genuinamente commerciali. Il difetto delle istituzioni finanziarie di quel secolo, e delle banche di emissione in particolare, consisteva nella pratica di assumere i riconoscimenti di debito come base per l'emissione di banconote, cosicché il loro portafoglio risultava composto soltanto per un terzo di effetti commerciali, mentre il resto era di natura finanziaria⁸. Un approccio moderno richiedeva un modo per poter discriminare la carta speculativa.

6 Cfr. Meltzer (2004), capitolo 4.

7 Cfr. Wagner (1866); Lotz (1881, 1976).

8 Cfr. Kundert (1907), p. 18; BNS (1932), p. 17.

Così come la Bank of England, la Deutsche Reichsbank e la Federal Reserve, anche la Banca nazionale basò il proprio approccio di politica monetaria sulla dottrina degli effetti cambiari reali. I principi fissati dal primo presidente della Direzione generale, Heinrich Kundert (già direttore della Banca cantonale di Zurigo), interdicevano esplicitamente il risconto di cambiali finanziarie: «La totalità degli effetti puramente commerciali di un paese rappresenta il massimo di circolante di cui esso ha bisogno, e l'emissione di banconote deve conformarsi a tale norma. Se si vuole che la Banca nazionale crei una circolazione sana, essa deve escludere dallo sconto tutti i cosiddetti effetti finanziari, nonché gli effetti rinnovabili alla scadenza»⁹. Nel corso degli anni venti, quando fece ritorno alla parità aurea prebellica, la BNS insistette con molta fierezza su questo aspetto del suo approccio concettuale, che la distingueva dalla Reichsbank, giudicata inflazionistica e irresponsabile¹⁰. Il principio di Kundert fu ribadito in un importante documento del gennaio 1924, che formulava nuovamente i fondamenti della politica di sconto della BNS. In esso si sottolineava ancora una volta come la Banca non dovesse scontare effetti non collegati a operazioni commerciali, oppure effetti finanziari interni ed esteri; in caso contrario, la BNS «concederebbe credito a buon mercato agli emittenti di tali effetti. In tal modo essa favorirebbe l'inflazione e si esporrebbe altresì al rischio di non essere in grado di mantenere basso il tasso di sconto per gli effetti emananti dai settori commerciale, industriale e agricolo»¹¹.

Frattanto la dottrina era divenuta oggetto di forti critiche, e alcuni banchieri elvetici cercarono di far valere l'argomento che in Svizzera semplicemente non vi era abbastanza carta commerciale da permettere alla BNS di operare secondo i criteri seguiti dalla Gran Bretagna o dalla Francia. In una lettera indirizzata al Comitato di banca si diceva: «La Svizzera non può vantare un grande commercio internazionale come le piazze di Londra, New York, Le Havre, Anversa, Rotterdam o Amburgo, dove viene generata carta commerciale in grande quantità. Gli effetti puramente commerciali che, come richiesto dal signor Kundert prima dell'inizio dell'attività della BNS, dovrebbero costituire l'unico titolo idoneo per l'emissione di banconote, sono disponibili solo in quantità limitata nel nostro Paese»¹². Gli effetti cambiari rappresentavano di fatto una quota decrescente degli attivi della BNS, la quale, anche in conseguenza delle critiche, desistette da un'applicazione rigorosa del divieto sulla cambiale finanziaria.

9 Cfr. Kundert (1907), p. 17.

10 Usteri, secondo BNS, verbale della Direzione generale (1924), 20–21 novembre, n. 930.

11 BNS, Die Diskontpolitik der Bank (1924).

12 BNS, Sarasin a Usteri (1924), p. 4.

Il secondo pilastro dell'attività di banca centrale agli inizi del ventesimo secolo era il tallone aureo. Secondo questo regime monetario, il principale obiettivo delle banche centrali era il mantenimento della convertibilità, impiegando a tale fine la politica dello sconto e altri strumenti operativi. Esse avrebbero dovuto reagire a una riduzione delle riserve auree innalzando il tasso di sconto, e abbassandolo in caso contrario. Si riteneva che questa politica integrasse la dottrina degli effetti cambiari reali, in quanto un eventuale eccesso di credito della banca centrale avrebbe condotto a un calo dei tassi di interesse e ad un rincaro dei beni e delle attività, che a loro volta avrebbero determinato deflussi compensativi di oro per correggere il disavanzo commerciale (dal lato dei beni) o il disavanzo nel conto di capitale (dal lato delle attività). Forze di segno contrario avrebbero agito nel caso di una carenza di credito. Pertanto, in un'economia aperta con libera circolazione di capitali, in circostanze normali una congiuntura espansiva (come quella presente in Svizzera anteriormente alla prima guerra mondiale) si sarebbe accompagnata a un crescente deficit di parte corrente e a deflussi di oro o di moneta metallica, e la reazione appropriata sarebbe stata quella di innalzare il tasso di sconto. Ciò avrebbe frenato la domanda aggregata e scoraggiato i deflussi di capitali¹³.

Prima del 1914, per le banche centrali delle economie avanzate la questione di che cosa sarebbe accaduto alla dottrina degli effetti cambiari reali in assenza del tallone aureo era puramente ipotetica. Negli anni successivi al 1914 l'aderenza a tale dottrina condusse a clamorosi insuccessi della politica monetaria, come l'iperinflazione in Germania, dove la banca centrale continuò a giustificare il suo operato sulla scorta della dottrina degli effetti cambiari reali, e la grave contrazione monetaria negli Stati Uniti. Negli anni trenta e quaranta la dottrina venne pesantemente criticata da vari studiosi, fra cui Jacob Viner, Melchior Palyi¹⁴, e Lloyd Mints¹⁵, per il fatto di causare una politica monetaria prociclica. Durante la fase ascendente del ciclo le banche ricorrevano allo sportello del risconto della banca centrale e, di conseguenza, potevano erogare crediti alla clientela. Ciò faceva scendere i tassi di interesse, espandeva l'offerta di moneta e stimolava la produzione, generando così un maggior volume di carta commerciale scontabile. Inoltre, con l'incremento dei prezzi saliva anche il valore nominale dei risconti, causando ulteriori aumenti della massa monetaria e del livello dei prezzi. Per converso, una

13 Cfr. Bordo (1984).

14 Cfr. Palyi (1934).

15 Cfr. Mints (1945).

recessione economica era esacerbata dalla contrazione del credito bancario e dalla diminuzione dello stock di effetti commerciali.

La dottrina fu riportata alla ribalta nel 1982 da Thomas Sargent e Neil Wallace, che l'associarono al *laissez faire* nell'attività bancaria e ad un ottimo pareteiano nella distribuzione delle riserve. David Laidler (1984) replicò ricordando che essa aveva anche condotto a instabilità nel livello dei prezzi e poteva causare esiti sia inflazionistici sia deflazionistici, che in ambedue i casi traevano la loro origine da un'interpretazione dei «bisogni del commercio»¹⁶.

La potenziale conflittualità fra equilibrio interno (così come postulato dalla dottrina degli effetti cambiari reali) ed equilibrio esterno (così come richiesto dal funzionamento del tallone aureo) in un'economia aperta con mobilità dei capitali, resa famosa da Robert Mundell, era già stata individuata in passato da Gottfried von Haberler¹⁷. Di fronte a un deflusso di oro e ad un contestuale calo dell'attività produttiva interna, se la banca centrale decideva di assecondare l'economia nazionale espandendo il credito e abbassando il tasso di sconto, ne risultava accentuata la fuoriuscita di oro. Se invece inaspriava le condizioni monetarie per incoraggiare afflussi di capitali e invertire il drenaggio di metallo, la sua azione deprimeva l'economia. Questo dilemma si pose a molte banche centrali nel periodo fra le due guerre. La Bank of England, optando per la seconda alternativa, nell'estate del 1931 perse di credibilità sui mercati e fu costretta ad abbandonare la parità aurea. Secondo Milton Friedman e Anna Schwartz, la Federal Reserve accelerò fortemente il collasso dell'economia americana innalzando bruscamente il tasso di sconto in risposta ai deflussi di oro seguiti alla svalutazione della sterlina del settembre 1931¹⁸. La Svizzera fu confrontata con il pericolo di deflussi di oro nella prima parte degli anni trenta.

1.4 Strumenti di politica monetaria

Secondo la dottrina prevalente agli inizi del secolo ventesimo, il tasso ufficiale di sconto costituiva il principale strumento a disposizione della banca centrale per conseguire gli obiettivi sia interni che esterni. L'impiego del tasso di sconto incontrò però limitazioni crescenti. In primo luogo, per ragioni politiche, siccome si riteneva che l'imposizione di oneri all'economia interna allo scopo di preservare l'equilibrio esterno fosse politicamente inaccettabile. Si potrebbe dire che quanto più una banca centrale era soggetta a controllo

16 Cfr. Sargent e Wallace (1982); Laidler (1984).

17 Cfr. Bordo e James (2002).

18 Cfr. Friedman e Schwartz (1963).

politico, tanto minori erano le probabilità che essa potesse usare liberamente questo strumento. Di conseguenza, negli anni venti, i principali fautori di un ruolo attivo delle banche centrali nella politica economica, come il governatore britannico Montagu Norman, rivendicarono ripetutamente uno status di indipendenza per l'istituto di emissione. Il secondo limite era di natura tecnica: la manovra del tasso di sconto poteva risultare inefficace a causa delle insufficienti dimensioni del mercato interno. In Svizzera, come si è visto, questo problema sorgeva per via dello scarso volume di effetti commerciali.

Gli esperti britannici dell'arte del *central banking* elaborarono pertanto un secondo strumento operativo, ossia la compra-vendita di titoli (di regola titoli di Stato a breve termine) sul mercato aperto. Attraverso gli acquisti sarebbe stata immessa liquidità addizionale, mentre le vendite avrebbero assorbito mezzi monetari dal mercato¹⁹. Negli anni venti la Federal Reserve cominciò a far uso delle operazioni di mercato aperto per controllare le condizioni di liquidità. La BNS invece, come venne più volte rilevato da osservatori britannici, non era in grado di effettuare operazioni di questo tipo. Fu solamente nel corso della seconda guerra mondiale che essa iniziò davvero a impiegare gli acquisti di titoli pubblici con l'intento di regolare il mercato monetario, seppure ne avesse già acquisito un consistente volume durante il conflitto precedente.

Qualora l'utilizzo dei primi due strumenti si fosse rivelato problematico, la banca centrale poteva fare ricorso a un terzo: la compra-vendita di oro o di valuta estera. Questo canale poteva essere – e di fatto lo era – usato principalmente nel perseguimento di obiettivi esterni. Ma le operazioni in cambi avevano anche conseguenze sulle condizioni monetarie interne, dato che gli acquisti accrescevano l'offerta di moneta, mentre le vendite riducevano la liquidità disponibile.

Un'ulteriore possibilità, sviluppata dalla Federal Reserve nel periodo fra i due conflitti mondiali e impiegata diffusamente dalle banche centrali nell'ultimo dopoguerra, consisteva nella manovra dei coefficienti di riserva obbligatoria prescritti alle banche. Tuttavia, il quadro operativo della BNS, e della maggioranza delle altre banche centrali europee, non prevedeva in origine alcuna norma per l'imposizione di un obbligo di riserva alle banche (di fatto, in molti paesi non esisteva neppure una chiara definizione legale del concetto di banca).

La storia della strategia operativa della BNS nei suoi primi quaranta anni di esistenza potrebbe riassumersi in un progressivo abbandono dello strumento del risconto. La conseguenza fu che vennero ad assumere maggiore

19 Cfr. Sayers (1957).

rilevanza le operazioni sul mercato dei cambi. La ragione di tale evoluzione va ricercata soprattutto nella crescente sensibilità alle implicazioni politiche della manovra del tasso di sconto. Nel suo documento programmatico inteso come guida per l'operatività della nuova istituzione, Kundert spiegava: «Il tasso di sconto è il vero regolatore della moneta in circolazione»²⁰. Le regole del gioco prevedevano un rialzo del tasso di sconto in risposta a perdite di riserve oppure a pressioni sul cambio. Anteriormente alla prima guerra mondiale il tasso di sconto fu modificato piuttosto di frequente: ventidue volte fra il giugno 1907 e il giugno 1914, con aumenti sempre concentrati nel periodo agosto-novembre, secondo un profilo marcatamente stagionale. Il primo anno di attività della BNS, il 1907, fu un anno assai drammatico, con una combinazione di turbolenze valutarie e bancarie che sembrava prefigurare le catastrofi della Grande Depressione. La Bank of England innalzò il proprio tasso di sconto al 5,5% nell'ottobre e quindi al 6% e al 7% nella prima parte di novembre. La Reichsbank dovette andare oltre, aumentando il tasso ufficiale dal 5,5% in aprile al 6,5% alla fine di ottobre e quindi al 7,5% all'inizio di novembre. In confronto, gli incrementi decisi dalla BNS – al 4,5% in giugno, al 5% in agosto e infine al 5,5% in novembre – appaiono relativamente contenuti. Se, come riteneva allora un numero crescente di osservatori, l'obiettivo di una banca centrale era quello di schermare l'economia interna dalle turbative e dalle fluttuazioni internazionali, la BNS pareva aver superato assai brillantemente una difficile prova nel suo primo anno di esistenza. In effetti, mentre nelle vicine Germania e Italia le gravi crisi finanziarie furono seguite da difficoltà nel commercio e nell'industria, la Svizzera uscì pressoché indenne dall'ondata di panico del 1907. Il differenziale fra i tassi svizzeri e francesi calò fortemente dopo il 1907, riducendo i costi di finanziamento sul mercato elvetico (figura 1.1).

Alla prima Assemblea generale della BNS, che si tenne soltanto nel 1909, il presidente del Consiglio di banca, Hirter, descriveva il compito principale della Banca come segue: «Regolare la circolazione monetaria nel Paese e facilitare i pagamenti»²¹. Durante la prima guerra mondiale, tuttavia, in linea con le nuove esigenze politiche, le sue dichiarazioni assunsero toni ben differenti. Se in tempo di pace la missione principale della BNS era consistita nel «soddisfare i bisogni dell'industria e del commercio, agevolare i pagamenti e sostenere la moneta nazionale», in tempo di guerra (con il venir meno dei tradizionali mercati di esportazione della Svizzera) essa era ormai quella di «sostenere

20 Cfr. Kundert (1907), p. 10.

21 BNS, verbale dell'Assemblea generale (1909), 24 aprile.

l'occupazione» e «contribuire a creare posti di lavoro»²². Allo scoppio del conflitto la BNS aveva scartato l'idea di creare una *Darlehenskasse* (una Cassa prestiti sulla falsariga di quella istituita in Germania per coprire le spese militari mediante mutui garantiti da obbligazioni di guerra). Al tempo stesso però Hirter aveva sostenuto che, rifiutando tale progetto, la BNS avrebbe dovuto prepararsi ad agire essa stessa in questo senso e, alla fine, la Banca dovette accettare l'idea della *Darlehenskasse*²³. Già pochi mesi dopo l'inizio delle ostilità la BNS si autodefiniva «banca di guerra», la cui funzione primaria consisteva nello scontare buoni del Tesoro federale ed effetti emessi dalle Ferrovie federali svizzere. La Direzione generale così scriveva al Governo: «La BNS è la banca di guerra dello Stato al pari della Reichsbank o della Banque de France»²⁴. Vi era un generale consenso sul fatto che questa attività rispecchiava l'emergenza politica e militare e che la BNS avrebbe dovuto riprendere quanto prima la normale operatività del tempo di pace, che non prevedeva l'erogazione di prestiti.

Al risconto dei titoli di debito del settore pubblico (noti anche come «rescrizioni») era attribuibile il 32% del portafoglio della BNS a fine 1914, il 53% nel 1915, il 67% nel 1916 e il 71% nel 1917. Alla fine del 1918 la quota era stata ridotta al 55%, in vista di ripristinare il regime di attività d'anteguerra.

Durante la prima guerra mondiale in Svizzera crebbero sempre più le spinte inflazionistiche, e al termine del conflitto il livello generale dei prezzi era raddoppiato rispetto al 1914. Il problema venne evocato per la prima volta nel settembre 1915 nelle discussioni della Direzione generale, e nel 1917 la BNS si diceva preoccupata per le «proporzioni abnormi» assunte dall'inflazione²⁵. Ma nessuno credeva che l'istituzione potesse agire in qualche modo per contrastare la nuova minaccia.

A giudizio della BNS l'inflazione era causata principalmente dal rincaro dei più importanti prodotti di importazione, che rendeva necessaria un'accresciuta emissione di banconote²⁶. La Reichsbank tedesca assunse esattamente lo stesso atteggiamento, affermando che l'inflazione derivava dal disavanzo

22 BNS, verbale dell'Assemblea generale (1916), 15 aprile.

23 BNS, verbale della Direzione generale (1914), 25 agosto, n. 870.

24 BNS, verbale della Direzione generale (1914), 15 ottobre, n. 1112.

25 BNS, verbale della Direzione generale (1917), 10 maggio, n. 344; cfr. anche Ruoss (1992), p. 100.

26 Hirter: «Es darf eher die Konsequenz gezogen werden, dass die höheren Preise eine vermehrte Zirkulation notwendig machen»: BNS, verbale della Direzione generale (1916), 15 dicembre, n. 889. Burckhardt: «Den wesentlichsten Teil der Steigerung des Notenumlaufs erfordert die fortschreitende Preissteigerung der wichtigsten Importartikel der Schweiz»: BNS, verbale dell'Assemblea generale (1918), 6 aprile. Questa opinione venne espressa anche nei primi due volumi commemorativi della BNS, cfr. BNS (1932), pp. 136 segg., BNS (1957), pp. 91 seg.

della bilancia dei pagamenti germanica²⁷. In effetti, i prezzi all'importazione crebbero in misura sensibilmente maggiore dei prezzi svizzeri all'ingrosso e al dettaglio. Vi erano scarse indicazioni che l'inflazione fosse collegata all'aumento dell'emissione di carta moneta (che passò da una media di 335 milioni di franchi nel 1914 a 733 milioni nel 1918) o all'emissione di banconote a fronte dei titoli pubblici (rescrizioni) usati dal Governo per finanziare le spese militari in una situazione di sicurezza precaria. La BNS ne aveva acquisiti per un importo di 58 milioni a fine 1914 e di 312 milioni a fine 1918, cosicché si potrebbe affermare che alle rescrizioni era attribuibile gran parte dell'accresciuta emissione di banconote.

Il problema, sia durante che dopo la guerra, era ulteriormente complicato dal fatto che un cospicuo volume di biglietti svizzeri circolava al di fuori del Paese e non faceva quindi parte dell'offerta di moneta interna nella sua normale accezione. Agli inizi degli anni venti l'ammontare totale delle banconote detenute all'estero era valutato, da parte sia della BNS sia della Reichsbank, fortemente interessata a questo problema, in 200–250 milioni di franchi svizzeri (pari a un quarto circa dell'emissione totale di oltre 1000 milioni). Si stimava inoltre che circa 100 milioni fossero tesaurizzati nella stessa Svizzera²⁸.

Vi era un'altra possibile causa di inflazione, ossia l'acquisto di oro da parte della Banca nazionale con banconote svizzere, che aumentava il volume della moneta in circolazione. La BNS riconobbe in effetti che l'inflazione era una conseguenza della sua politica dell'oro, e in particolare degli ingenti acquisti di oro, specie dalla Germania e dai suoi alleati (cfr. 1.7). Soprattutto per questa ragione, alla fine del 1916, allorché il problema dei prezzi pareva davvero essere fuori controllo, la Direzione generale si decise per un arresto degli acquisti di oro²⁹. Un'evoluzione molto simile si poté osservare negli Stati Uniti: le riserve ufficiali statunitensi nel 1918 erano cresciute dell'88% rispetto al livello del 1914; in Svizzera l'aumento nello stesso periodo fu del 104%. E in entrambi i paesi si ebbe inflazione: nel 1918 era salita al 19% negli Stati Uniti e al 25% in Svizzera³⁰.

Ne seguì un'accesa controversia sull'azione appropriata delle banche centrali, e l'operato della BNS venne a trovarsi al centro di un dibattito pubblico sul quale la Banca cercò attivamente di esercitare la sua influenza. Una posizione che potrebbe definirsi «proto-monetarista» venne assunta in Svizzera dall'associazione *Freiwirtschaftsbund*, che rimproverava alla BNS l'espansione

27 Cfr. Holtfrerich (1986).

28 BNS, verbale del Consiglio di banca (1924), 19 gennaio, p. 39.

29 BNS, verbale della Direzione generale (1916), 15 dicembre, n. 889.

30 Cfr. Meltzer (2004), pp. 83, 91.

monetaria e, di conseguenza, l'inflazione del periodo bellico. Gli aderenti a tale formazione erano generalmente considerati persone senza cognizioni di economia provenienti da un ambiente rurale modesto. In sostanza le stesse argomentazioni furono energicamente avanzate nella primavera del 1918 in una serie di articoli del giornale *Bund* firmati dal suo editorialista economico, Eduard Kellenberger, docente universitario a Berna. La Banca nazionale fu messa in imbarazzo da un'assai poco persuasiva confutazione anonima di tale tesi ad opera di un suo dipendente, apparsa nella *Neue Zürcher Zeitung*³¹. Kellenberger sarebbe poi divenuto uno dei maggiori teorici svizzeri del monetarismo nel periodo fra le due guerre. Dopo il 1919 le stesse voci critiche incolparono la BNS della deflazione.

Negli anni venti il *Freiwirtschaftsbund* si richiamava alle idee di John Maynard Keynes, Gustav Cassel e Irving Fisher circa una moneta indice gestita in funzione di un obiettivo di stabilità dei prezzi. La BNS e i suoi sostenitori vi opposero più volte la stessa argomentazione, ossia che non esisteva un unico andamento dei prezzi, giacché il progresso economico era caratterizzato da spostamenti nei prezzi relativi. La dinamica dei prezzi presentava profili molto differenti fra i vari segmenti di un'economia elvetica multiforme e diversificata. Inoltre, come fece rilevare il presidente della Direzione generale Gottlieb Bachmann nel corso di una lunga allocuzione dinnanzi all'Assemblea generale del 1928, una moneta indice avrebbe originato fluttuazioni del tasso di cambio problematiche per i paesi come la Svizzera, con un'elevata incidenza dell'interscambio e degli investimenti esteri³². La posizione sostenuta dalla BNS di fatto negava che una banca centrale potesse influenzare il livello dei prezzi. Essa faceva eco alle parole del segretario al Tesoro statunitense, Andrew W. Mellon, che così esprimeva questo elemento cruciale della concezione di banca centrale: «Né il Federal Reserve System, né alcuna altra banca centrale può controllare i prezzi»³³. Secondo tale visione, fra i compiti di una banca centrale non vi può essere quello di limitare l'inflazione. Un dibattito molto simile si sviluppò negli Stati Uniti in circostanze analoghe: nel 1926 fu presentato al Congresso un disegno di legge che assegnava al Federal Reserve System un obiettivo di stabilità dei prezzi, ma il progetto si scontrò con la ferma opposizione della banca centrale, la cui figura leader, Benjamin Strong, riteneva che esso mascherasse interessi agrari o fosse una sorta di mandato di «sistemare la questione dei prezzi agricoli»³⁴.

31 BNS, verbale della Direzione generale (1918), 17 giugno, n. 465.

32 BNS, verbale dell'Assemblea generale (1928), 3 marzo.

33 Citazione di Bachmann, BNS, verbale dell'Assemblea generale (1928), 3 marzo.

34 Cfr. Meltzer (2004), p. 184.

Durante il periodo fra le due guerre mondiali, in conseguenza dell'uso più limitato dei tradizionali strumenti operativi della banca centrale (come lo sportello del risconto), vennero ad assumere sempre maggiore rilevanza le operazioni sul mercato dei cambi.

1.5 Politica monetaria

I dirigenti della BNS erano convinti che l'avvento dell'istituto segnasse un progresso sostanziale nella politica monetaria e valutaria, rispetto al vecchio sistema delle banche di emissione. Infatti, poiché queste ultime utilizzavano una quota elevata (80–90%) del contingente loro assegnato, spesso non disponevano più di alcun margine di riserva nell'autunno, quando la liquidità sul mercato svizzero si faceva particolarmente tesa, cosicché gli effetti e gli assegni francesi venivano negoziati contro contante, oro o argento a uno sconto considerevole.

Il principale vantaggio iniziale della BNS nei confronti del precedente regime era la sua capacità di regolarizzare il mercato dell'argento, evitando le ricorrenti fasi di drenaggio durante le quali le monete in questo metallo, necessarie per le transazioni ordinarie, finivano per sparire dalla circolazione.

Diversamente dagli ordinamenti di molti altri paesi all'epoca del *gold standard*, la legge sulla Banca nazionale non prevedeva una definizione della moneta in termini di contenuto di oro. La riforma valutaria del 1850–1852 dichiarò il franco svizzero identico al franco francese, il quale originariamente era stato definito in termini di peso di argento e soltanto più tardi fu coniato anche in oro. Negli anni 1860 e 1870 le monete svizzere circolavano accanto a quelle degli altri membri dell'UML. Nel 1878 venne tuttavia sospeso il conio della maggiore moneta d'argento, il pezzo da cinque franchi, di modo che i paesi dell'UML passarono di fatto a un regime aureo, in cui i pezzi d'argento più piccoli (mezzo franco, un franco e due franchi) circolavano come moneta divisionale³⁵.

1.5.1 Rischi politici

La politica del risconto non seguì rigidamente le «regole del gioco» del tallone aureo, in quanto la manovra del tasso di sconto non rispecchiava semplicemente le variazioni delle riserve ufficiali. La BNS faceva uso di vari meccanismi per regolare il flusso di oro, fra cui prestiti esenti da interessi a

35 Cfr. Redish (2000), pp. 173, 191, 201. La legge francese del 1803 che istituì il franco germinale recitava: «5 grammes d'argent au titre de neuf dixièmes de fin constituant l'unité monétaire et son nom est le franc». Cfr. anche Halbeisen e Müller (1998).

importatori di oro, e interveniva sul mercato con acquisti all'estero, per lo più da altre banche centrali. In altre occasioni, come nella primavera del 1908 e nel settembre del 1911, durante il panico finanziario innescato dalla tensione diplomatica franco-tedesca a causa del Marocco, oppure verso la fine del 1912, durante una crisi balcanica, essa vendette oro sia in Svizzera sia all'estero per rafforzare il franco svizzero ed evitare un innalzamento del tasso di sconto. Nel secondo decennio del ventesimo secolo i maggiori rischi per i mercati provennero dalle crisi politiche e dall'aspettativa che in caso di grave conflitto armato in Europa la convertibilità in oro sarebbe stata sospesa, com'era avvenuto durante le guerre rivoluzionarie e napoleoniche della Francia. Come ha osservato lo storico economico Knut Borchardt, «nel periodo precedente la guerra mondiale nessuna banca centrale faceva conto sulla pace e ognuna si aspettava che venissero impiegati strumenti valutari come armi politiche»³⁶.

Allo scoppio del conflitto, nel 1914, il Governo svizzero sospese in effetti la convertibilità, e un tasso di cambio forzoso impose le banconote ormai inconvertibili come mezzo di pagamento legale; nel contempo, fu consentita l'emissione di biglietti di piccolo taglio. Il 28 luglio 1914 la BNS annunciò che avrebbe rotto le relazioni commerciali con ogni impresa che effettuasse esportazioni «speculative» di moneta metallica all'estero. In occasione della stessa riunione della Direzione generale, si convenne tuttavia che un divieto ufficiale alle esportazioni sarebbe stato controproducente e avrebbe accresciuto le perdite di riserve³⁷.

1.5.2 Ritorno all'oro

Al termine della prima guerra mondiale, la Banca nazionale adottò una politica del risconto piuttosto restrittiva. Già nell'ottobre 1918 essa innalzò il tasso di sconto di un intero punto percentuale, portandolo al 5,5%, un livello allora senza uguali in altri paesi. La sua azione era presumibilmente dettata dalla sensibilità verso l'accusa di comportamento inflazionista durante la guerra e verso la commissione istituita nel marzo 1919 dal Dipartimento federale delle finanze (DFE) con l'incarico di rivedere la legge sulla Banca nazionale, che comprendeva un rappresentante della *Freigeldbewegung*³⁸. La BNS era inoltre l'oggetto di pesanti e ripetute critiche da parte del capo del DFE, il consigliere federale Jean-Marie Musy. La consapevolezza della sua elevata vulnerabilità politica – oltre alla forte presenza di politici nel Consiglio

36 Cfr. Borchardt (1976), p. 49.

37 BNS, verbale della Direzione generale (1914), 28 luglio, n. 691.

38 Cfr. Ruoss 1992, p. 126.

e nel Comitato di banca pesava anche l'imminenza del dibattito sulla revisione della legge – indusse la BNS ad accettare di basare la propria azione su una teoria proto-monetarista di cui non era affatto convinta. Un modo ovvio per sottrarsi alla pressione politica consisteva nel fare ritorno quanto prima a un regime di cambi fissi. Ma ciò richiedeva un cambiamento istituzionale, poiché il vecchio sistema di cambi fissi in Svizzera si era basato sull'Unione monetaria latina, con il suo «bimetallismo zoppo», e l'UML era stata spazzata via dalla guerra e dagli alti tassi di inflazione in Francia e in Italia. La principale valuta di riferimento era ormai il dollaro statunitense. All'inizio del conflitto il franco svizzero si era deprezzato nei confronti del dollaro, ma quest'ultimo aveva poi subito un forte calo con l'entrata in guerra degli Stati Uniti, nell'aprile 1917 (cfr. figura 1.3).

Nella maggior parte dei paesi il trauma economico del periodo fra le due guerre mondiali trasse origine dalle incaute politiche monetarie attuate nei primi anni venti. In Germania, e in larga parte dell'Europa centrale, l'esito fu un'iperinflazione, in Francia, fino al 1926 un'inflazione fuori controllo. In questi casi il processo inflattivo veniva visto come un drammatico espediente per placare le agitazioni sociali attraverso disavanzi pubblici e incrementi salariali (nominali). In Gran Bretagna e negli Stati Uniti, invece, dove la minaccia di conflitti sociali era minore, la pretesa di ritornare alle certezze prebelliche spinse le autorità ad attuare una drastica stabilizzazione dei bilanci pubblici e un inasprimento monetario, che sfociarono nella grave recessione degli anni 1920–21. La Svizzera poté sfuggire a entrambi questi estremi, e la gestione della politica monetaria da parte della BNS nei primi anni venti si rivelò appropriata. Fu frutto di fortuna, di scelte corrette, oppure dell'insegnamento, tratto dall'esperienza passata, che brusche variazioni del tasso di sconto sono dannose sul piano sia politico che economico? In parte, il buon esito della politica monetaria svizzera di allora va attribuito a una migliore situazione delle finanze pubbliche, poiché la Confederazione non aveva l'enorme accumulo di debito pubblico potenzialmente inflazionistico che oberava i paesi che avevano partecipato alla guerra. Nondimeno, la situazione sociale in Svizzera era assai tesa, e lo sciopero generale del novembre 1918 venne visto da taluni come l'inizio di una guerra civile.

La Banca nazionale ridusse rapidamente il volume di titoli pubblici (rescrizioni) nel proprio portafoglio. Diversamente dalla Bank of England e dalla Federal Reserve, essa evitò bruschi rialzi dei tassi d'interesse diretti a piegare l'inflazione postbellica. Anzi, nell'agosto 1919 il tasso di sconto venne abbassato al 5% e ulteriori tagli furono attuati nel 1921 e nel 1922, cosicché nell'agosto del 1922 esso era sceso al 3%. Si ebbe una rapidissima deflazione,

Figura 1.3

Tasso di cambio franco svizzero/dollaro statunitense; 1914–1925

Fonte: Global Financial Database.

con cali dell'indice dei prezzi al consumo del 10,6% nel 1921 e del 18,2% nel 1922, accompagnata da una grave recessione che vide diminuire il PIL reale in misura ancora più accentuata che nella Grande Depressione di un decennio più tardi (−5,6% nel 1921 e +1,6% nel 1922, rispetto a −2,5% nel 1931 e −2,8% nel 1932). Il livello della disoccupazione (58 000 unità nel 1921 e 67 000 unità nel 1922, pari rispettivamente al 3,1% e al 3,5% delle forze di lavoro) verrà superato solo nel 1933. Il collasso economico fu tuttavia sensibilmente meno grave che in Gran Bretagna o negli Stati Uniti, dove fra il 1920 e il 1921 l'indice dei prezzi all'ingrosso scese del 37%, la produzione industriale del 23% e il PIL reale del 20%, mentre la disoccupazione raggiunse il 12% delle forze di lavoro nel 1921³⁹.

Durante il periodo di riduzione del tasso di interesse, fra il 1919 e il 1921, il franco svizzero si indebolì nuovamente nei confronti del dollaro, ma nel 1922 si riapprezzò portandosi vicino alla parità (aurea) prebellica. Dopo un nuovo episodio di debolezza nel 1923, la moneta svizzera fece registrare un forte recupero l'anno seguente, dovuto in parte all'emissione di un importante prestito della Confederazione negli Stati Uniti e in parte a vendite di oro della BNS⁴⁰.

A quel punto era chiaro che la Banca nazionale stava cercando il modo di fare ritorno a un regime di cambi fissi, mentre Musy criticava l'istituto per

39 Cfr. Meltzer (2004), pp. 109 segg.

40 BNS, verbale della Direzione generale (1924), 23 settembre, n. 772.

non essersi mosso prima in questa direzione. A fine 1924 la Direzione generale giunse alla conclusione che «una bilancia dei pagamenti favorevole e una situazione sana delle finanze pubbliche sono la migliore garanzia per la stabilità della moneta nazionale»⁴¹. Di conseguenza, la BNS si risolse a intervenire per mantenere stabile il cambio con il dollaro, pur astenendosi da ogni dichiarazione ufficiale circa una nuova o rinnovata adesione al tallone aureo. Essa anticipava così la tendenza generale verso la stabilizzazione valutaria, rinsaldata dal ritorno della sterlina, nell'aprile 1925, alla parità prebellica di 4.86 dollari. Di fatto, la BNS stava praticando dal 1924 un regime di cambi amministrati e fissi con un obiettivo riferito al dollaro. Fu soltanto nel 1929 che vennero poste le basi legali per un vero tallone aureo, in forza di una nuova legge sulla Banca nazionale nella quale il franco svizzero era per la prima volta definito in termini di specifico peso di oro. La Svizzera, come la maggior parte dei paesi che negli anni venti ritornarono a un tallone aureo nozionale, cercò di evitare un'estesa circolazione di monete auree. Dall'esterno giungevano severe parole di monito, come quelle espresse dal governatore Norman della Bank of England, per il quale una circolazione su vasta scala di monete metalliche «sarebbe stata davvero un enorme passo a ritroso»⁴². L'adozione ufficiale del tallone aureo nel 1929 non comportò grosse differenze sul piano operativo, e probabilmente fu indotta soprattutto dall'idea che se la Svizzera desiderava essere un membro di primo piano dell'istituenda Banca dei Regolamenti Internazionali (che il Governo elvetico sperava di vedere insediata nella Confederazione), la BNS avrebbe dovuto conformarsi alla pratica delle altre maggiori banche centrali europee e seguire i principi della parità di cambio aurea (*gold exchange standard*)⁴³.

1.5.3 Cooperazione fra le banche centrali e parità di cambio aurea

All'inizio degli anni venti la BNS era sottoposta a forti pressioni pubbliche da parte del Governo. Un modo in cui le banche centrali di allora tentavano di sottrarsi a tali pressioni era quello di sottolineare la desiderabilità della cooperazione con le istituzioni omologhe. Montagu Norman spiegava che «l'aiuto esterno» poteva permettere a una banca centrale di rafforzare la sua posizione e di «criticare il proprio Governo persino in pubblico»⁴⁴. Alcuni membri della Direzione generale trovavano assai allettante la visione di Norman e sostennero pertanto la necessità di una cooperazione monetaria

41 BNS, verbale della Direzione generale (1924), 12 dicembre, n. 981.

42 Bank of England, Norman a Bachmann (1929).

43 BNS (1932), p. 253.

44 Citato in James (2001), p. 36.

internazionale, ma furono più volte frenati nelle discussioni in seno al Consiglio e al Comitato di banca. In particolare, per Norman e i suoi simpatizzanti la cooperazione appariva più necessaria che mai alla luce dell'evoluzione del sistema monetario internazionale, del volume ridotto di oro e della sostituzione delle riserve auree con valute di riferimento, nel quadro di un regime noto come parità di cambio aurea.

Nel 1928 il presidente della BNS Bachmann definì tale sistema «una moneta manipolata sulla base dell'oro attraverso valute ancorate all'oro»⁴⁵. Esso avrebbe comportato un serio fattore di rischio qualora si fosse incrinato l'impegno alla parità aurea di uno qualsiasi dei paesi emittenti monete di riserva. All'inizio del 1931 Bachmann spiegò al Comitato di banca che «suo malgrado» la BNS aveva accumulato ingenti disponibilità in valuta⁴⁶, ma che avrebbe tentato di ridurle. La quota delle riserve detenute in divise estere era infatti salita dal 14,0% nel 1923 al 33,1% a fine 1930. Ernst Weber, membro della Direzione generale e responsabile del 3° Dipartimento (operazioni bancarie), aveva già fatto osservare il nervosismo presente «nei circoli finanziari britannici»⁴⁷. A metà luglio 1931, con la Germania paralizzata da una crisi bancaria e finanziaria, la BNS contemplò di non più acquistare sterline «illimitatamente» se questa situazione si fosse mantenuta⁴⁸. Il 20 agosto la Bank of England vendette oro contro sterline alla BNS per il controvalore di 332 000 sterline e il 7 settembre la BNS autorizzò la cessione di altre 500 000 sterline. Nella corrispondenza e nelle discussioni con la Bank of England, la BNS apparve piuttosto imbarazzata riguardo alle sue vendite di sterline e sostenne che esse originavano per lo più dal settore privato e che la Banca nazionale era «praticamente l'unico acquirente sul mercato»⁴⁹. Di fatto, la BNS ridusse rapidamente e con la massima discrezione i propri averi nella valuta britannica. In relazione alle ultime vendite, il presidente della BNS giunse a scrivere al governatore della Bank of England, in una lettera che presumibilmente arrivò ad avvenuta svalutazione della sterlina, che le cessioni erano giustificate dalla necessità di «soddisfare il fabbisogno di oro in questo Paese», aggiungendo la frase non priva di cinismo: «Presumo che così facendo promuoviamo una stretta cooperazione fra le banche centrali»⁵⁰. Sta di fatto che, allorché la Bank of England sganciò la sterlina dall'oro, il 21 settembre, la BNS deteneva ormai solo una

45 BNS, verbale dell'Assemblea generale (1928), 3 marzo.

46 BNS, verbale del Comitato di banca (1931), 22 gennaio, p. 19.

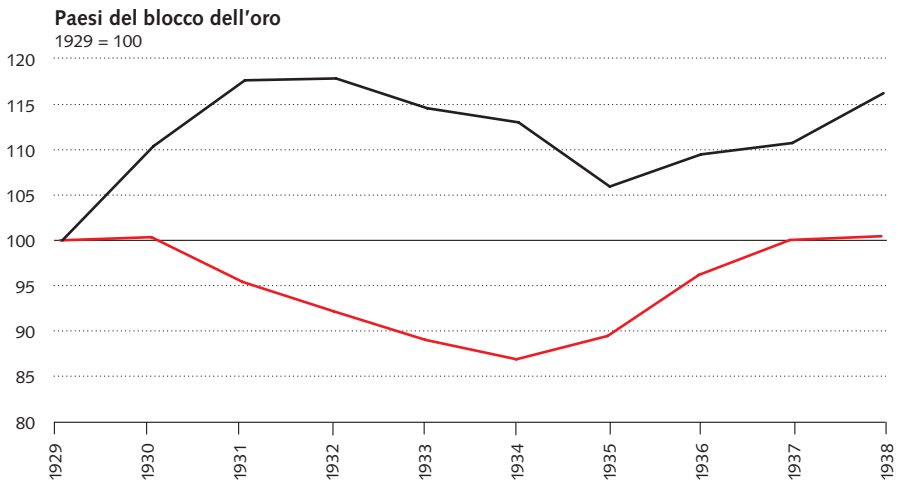
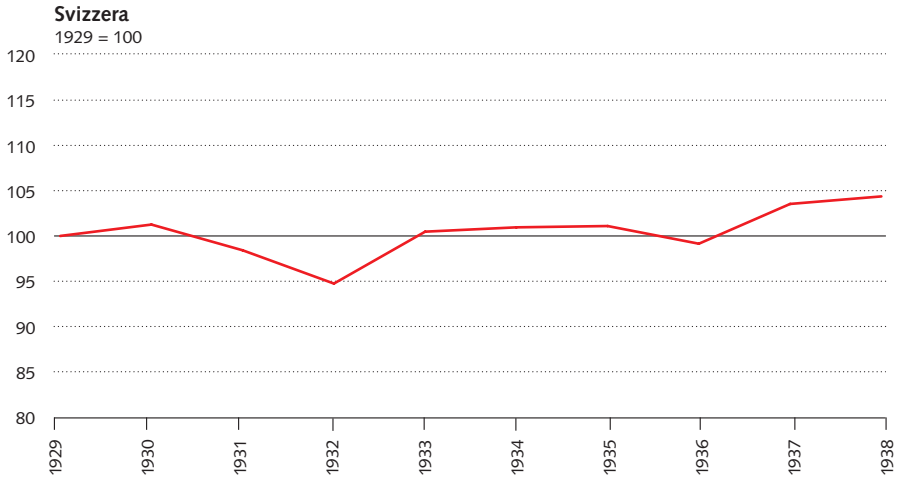
47 BNS, verbale del Comitato di banca (1931), 22 gennaio, p. 30.

48 BNS, verbale della Direzione generale (1931), 15 luglio, n. 587.

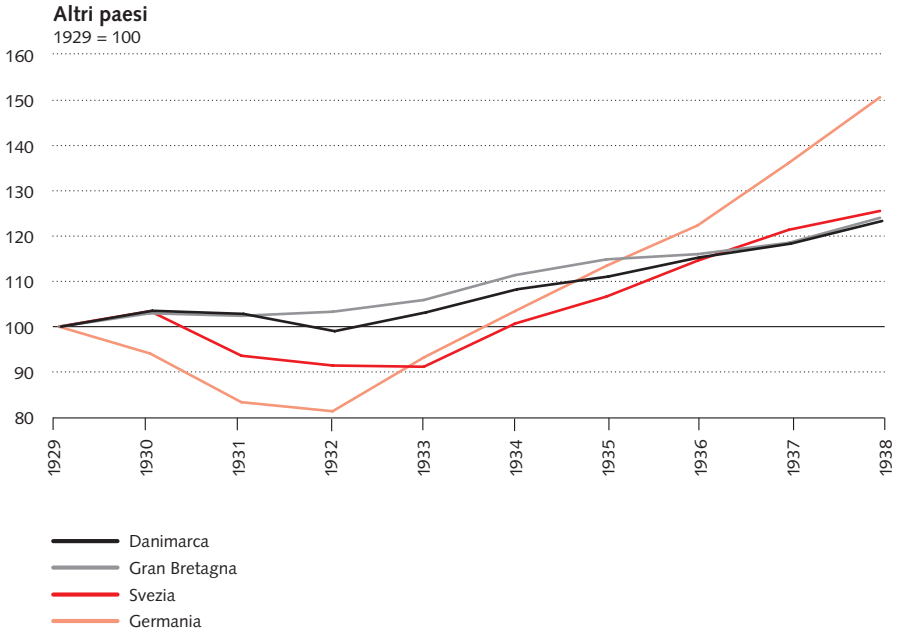
49 Bank of England, nota sulla conversazione con il dr. Weber (1931).

50 Bank of England, Bachmann a Siepmann (1931).

Figura 1.4
PIL reale negli anni trenta



— Francia
— Paesi Bassi



Fonte: Bordo et al. (2001).

parte insignificante delle proprie riserve in sterline (diversamente dalla banca centrale olandese che subì pesantissime perdite). Poco dopo la risoluzione della crisi britannica, la Direzione generale della BNS emanò disposizioni per la vendita di dollari statunitensi, ritenendo che la moneta americana sarebbe stata il più probabile bersaglio del prossimo attacco speculativo⁵¹. All'inizio di ottobre, la BNS decise di cedere anche parte delle riserve in franchi francesi⁵². Insomma, nel corso del 1931 la BNS abbandonò la parità di cambio aurea per tornare a ciò che di fatto era un regime di tallone aureo classico⁵³. Nei primi giorni di quel fatidico settembre, Bachmann rassicurò il Consiglio di banca dicendo che «la BNS è forse la banca centrale che più si è adoperata per accrescere le proprie riserve auree»⁵⁴. Alla fine di quell'anno la quota delle riserve detenute in valuta estera risultava scesa al 4,4% (cfr. anche figura 1.2).

51 BNS, verbale della Direzione generale (1931), 5 ottobre, n.807 e 8 ottobre, n. 819.

52 BNS, verbale della Direzione generale (1931), 8 ottobre, n. 819.

53 BNS, Krise, Wirtschaft und Banken (1932).

54 BNS, verbale del Comitato di banca (1931), 4–5 settembre, p. 218.

1.5.4 *La controversia sulla svalutazione*⁵⁵

La Svizzera fu uno dei paesi europei che restarono più a lungo fedeli alla parità di cambio aurea, sebbene l'ancoraggio all'oro comportasse costi via via maggiori. Nel 1936 faceva parte, assieme a Francia e Paesi Bassi, di un «blocco dell'oro» isolato. Gli altri paesi avevano seguito strade differenti: allorché la Gran Bretagna abbandonò il tallone aureo nel settembre 1931, il suo esempio fu imitato da molte economie dell'impero britannico, nonché da alcuni paesi scandinavi e dell'America latina. A partire dall'estate 1931 la Germania e altri stati dell'Europa centrale (fra cui Austria e Ungheria) imposero controlli sui cambi vieppiù stringenti che di fatto contravvenivano al principio della convertibilità su cui si fondava il sistema del tallone aureo. Gli Stati Uniti abbandonarono il tallone aureo nell'aprile 1933, seguiti da taluni paesi latino-americani. Una differenza sostanziale fra i paesi del blocco dell'oro e le altre economie consistette nella dinamica della ripresa, poiché nei primi il reddito nazionale e la produzione stagnarono durante gli anni trenta (figura 1.4).

La decisione di mantenere la parità aurea non emanava dalla BNS, anche se quest'ultima mostrava di essere partecipe del consenso politico di cui godeva tale strategia. Numerosi lavori accademici moderni hanno cercato di spiegare per quali ragioni la Svizzera e gli altri due paesi del blocco dell'oro – Francia e Paesi Bassi – rimasero legati al tallone aureo sino alla sua triste fine⁵⁶. Taluni hanno posto tale scelta in relazione con gli interessi del settore finanziario elvetico, una argomentazione questa applicata originariamente per analogia alla Gran Bretagna, dove a metà degli anni venti gli ambienti della City avevano spinto per un ritorno al tallone aureo con una parità troppo ambiziosa⁵⁷. Più di recente, le spiegazioni si sono invece orientate verso la forza delle idee, il potere dell'ortodossia del tallone aureo⁵⁸ o la presunta «mitica» qualità del franco svizzero⁵⁹.

In Svizzera gli argomenti connessi all'interscambio ebbero un ruolo preminente nel dibattito pubblico sulla politica valutaria durante la Grande Depressione. Ma l'analisi risultava complicata da una politica commerciale molto discosta dal paradigma classico dell'era del tallone aureo che costituiva il presupposto per l'equilibrio esterno. In particolare, la presenza di forti barriere tariffarie, di contingenti e di estesi controlli valutari rendevano difficile la valutazione delle conseguenze prodotte dai movimenti del cambio sul

55 Questa sezione si basa su ricerche compiute insieme a Thomas Helbling dell'FMI.

56 Cfr. Eichengreen e Sachs (1985).

57 Cfr. Arlettaz (1982).

58 Cfr. Baumann e Halbeisen (1999) e l'interpretazione generale di Eichengreen e Temin (2000).

59 Cfr. Tanner (2000).

commercio estero. A quel tempo si riteneva che i costi economici del mantenimento di un cambio del franco sempre più sopravvalutato consistessero negli effetti negativi esercitati sulla domanda dall'elevato prezzo delle esportazioni elvetiche, da cui avrebbe potuto derivare la perdita di posti di lavoro. Desta quindi un certo stupore che i maggiori e più potenti esportatori svizzeri di allora, ossia imprese chimiche e farmaceutiche come CIBA, industrie delle macchine come BBC e Sulzer, nonché il potente gruppo di pressione costituito dall'Unione svizzera del commercio e dell'industria (USCI o, secondo la dizione tedesca, *Vorort*), si dichiarassero pubblicamente contrari alla svalutazione⁶⁰. Essi sostenevano fra l'altro che una modifica della parità avrebbe unicamente accresciuto il costo dei manufatti importati e delle materie prime, dato che alcuni importanti partner commerciali facevano parte del blocco dell'oro (nell'Europa occidentale) oppure praticavano controlli valutari (nell'Europa centrale). Un rincaro dei prodotti alimentari importati avrebbe potuto innescare maggiori rivendicazioni salariali. Un peso rilevante avevano anche talune considerazioni legate alla struttura merceologica delle esportazioni svizzere. I grandi esportatori elvetic non vendevano beni di largo consumo sensibili ai movimenti di prezzo, bensì prodotti specializzati la cui domanda era alquanto inelastica. Inoltre, dal 1931 il commercio con l'Europa centrale era «bilateralizzato», in base ad accordi di *clearing* stipulati con dodici paesi che avevano imposto controlli valutari, fra cui in particolare la Germania. In questi schemi di compensazione amministrata, con tassi di cambio fissati artificialmente, la parità aurea del franco svizzero non aveva un impatto significativo sui volumi del commercio. Così, paradossalmente, i gruppi di interesse dai quali ci si sarebbe potuto attendere la richiesta di una diversa politica del cambio appoggiarono in modo chiaro e netto lo *status quo*, affermando che una svalutazione avrebbe avuto effetti deprimenti anziché espansivi sull'economia. Furono relativamente pochi gli operatori economici disposti, anche solo a livello privato, a sostenere la tesi evidente che gli interessi della Svizzera avrebbero tratto beneficio da una «valuta manipolata»⁶¹.

Gli effetti della depressione si fecero nettamente sentire sull'andamento del commercio con l'estero. Fra il 1930 e il 1933 il disavanzo commerciale della Svizzera si ampliò in termini sia nominali che reali, per poi nuovamente ridursi quando le esportazioni ridecollarono grazie alla ripresa economica negli Stati Uniti e in altri paesi (figura 1.5). Nella struttura merceologica e geografica del commercio vi era asimmetria fra esportazioni e importazioni:

60 Cfr. Müller (2002).

61 Cfr. Halbeisen (2005) sul caso della ditta Saurer di Arbon.

mentre le prime consistevano per lo più in manufatti, le seconde erano rappresentate essenzialmente da prodotti alimentari e materie prime. Prendendo come base il periodo pre-crisi 1925–1929, si osserva che i paesi del blocco dell'oro erano particolarmente importanti dal lato delle importazioni, mentre il blocco della sterlina e il resto del mondo avevano una maggiore rilevanza come mercati di sbocco delle esportazioni. Durante il periodo di crisi 1930–1935 si contrassero le esportazioni nominali verso entrambi i blocchi, mentre soffrirono meno le importazioni. Questi dati vanno però letti con cautela, poiché a causa degli effetti di prezzo le variazioni nominali possono dissimulare l'andamento delle quantità scambiate. In termini di volume, le importazioni dai paesi del blocco dell'oro (che in qualche caso, come la Francia, avevano introdotto un esteso sistema di contingenti) e dalla Germania (la cui valuta si era apprezzata in termini reali verso il franco svizzero) subirono un calo, mentre quelle dal blocco della sterlina, dal blocco del dollaro e dal resto del mondo rimasero sostenute (figure 1.6 e 1.7).

Vi erano importanti flussi netti, dovuti sia ai servizi (in particolare assicurativi) che ai movimenti di capitali (cfr. 1.6). Durante tutti gli anni trenta è osservabile un'ampia differenza fra l'evoluzione delle riserve (in oro e valuta estera) e quella della bilancia commerciale, il cui saldo rimase costantemente negativo (figura 1.8). Il mantenimento dell'ancoraggio aureo da parte della Svizzera, in un'epoca in cui i suoi principali partner commerciali svalutavano la propria moneta o applicavano controlli valutari, si riflesse chiaramente sui tassi di cambio bilaterali reali: il franco si apprezzò rispetto alla sterlina e al dollaro statunitense, nonché nei confronti del franco francese a causa della più alta inflazione in Francia (figura 1.9).

Per l'analisi delle potenziali alternative di politica economica sulla scorta di stime econometriche è fatto uso di una strategia a due livelli⁶². Il primo è costituito da una simulazione basata su un modello modificato di McCallum-Nelson, un macromodello semplice di piccola economia aperta⁶³. Il modello incorpora un canale di aggiustamento monetario in regime di ancoraggio aureo (*price-specie flow monetary adjustment channel*), diversamente dalle versioni moderne del modello in cui l'ancora nominale è solitamente definita in termini di tasso di interesse. Le simulazioni di politica economica sono quindi effettuate con un macromodello più esteso, comprendente i movimenti di capitali e il settore bancario. Esso incorpora inoltre

62 Cfr. Appendice I, basata sul lavoro compiuto in collaborazione con Thomas Helbling dell'FMI.

63 Cfr. McCallum e Nelson (2001).

l'interscambio con vari partner, assumendo come data la variabile paese controparte.

Nel secondo livello il modello è risolto secondo scenari di politica economica alternativi. Nella fattispecie sono stati analizzati due scenari controfattuali di svalutazione:

- *scenario sterlina*: in questo scenario si assume che la BNS fosse inaspettatamente passata dalla parità aurea ad un ancoraggio alla sterlina dopo che la Gran Bretagna ebbe abbandonato il tallone aureo; per semplicità si ipotizza che il cambio franco svizzero-sterlina sia rimasto stabile al livello medio del 1932 fino al 1938; i cambi con le altre valute (franco francese, marco tedesco e dollaro statunitense) sono stati calcolati impiegando i tassi di cambio indiretti correnti;
- *scenario dollaro*: in questo scenario si assume che la BNS fosse inaspettatamente passata dalla parità aurea ad un ancoraggio al dollaro dopo che gli Stati Uniti ebbero abbandonato il tallone aureo; per semplicità si ipotizza che il cambio franco svizzero-dollaro sia rimasto stabile al livello medio del 1933 fino al 1938; i cambi con le altre valute (franco francese, marco tedesco e sterlina) sono stati calcolati impiegando i tassi di cambio indiretti correnti.

Un assunto fondamentale alla base delle simulazioni controfattuali è che il cambiamento di politica fosse inatteso e che il nuovo regime di cambio fosse ritenuto credibile e durevole dagli operatori del settore privato. Gli scenari controfattuali indicano chiaramente che una svalutazione in epoca anteriore avrebbe indotto una crescita del prodotto superiore a quella effettiva (figura 1.10) e un più rapido passaggio da deflazione a inflazione (il grafico riporta gli scostamenti del livello dei prezzi, non i tassi di inflazione). L'ancoraggio alla sterlina avrebbe attenuato la flessione dell'attività economica. L'ancoraggio al dollaro sarebbe stato prociclico, nel senso di amplificare la ripresa indotta dalla svolta congiunturale del 1933 negli Stati Uniti.

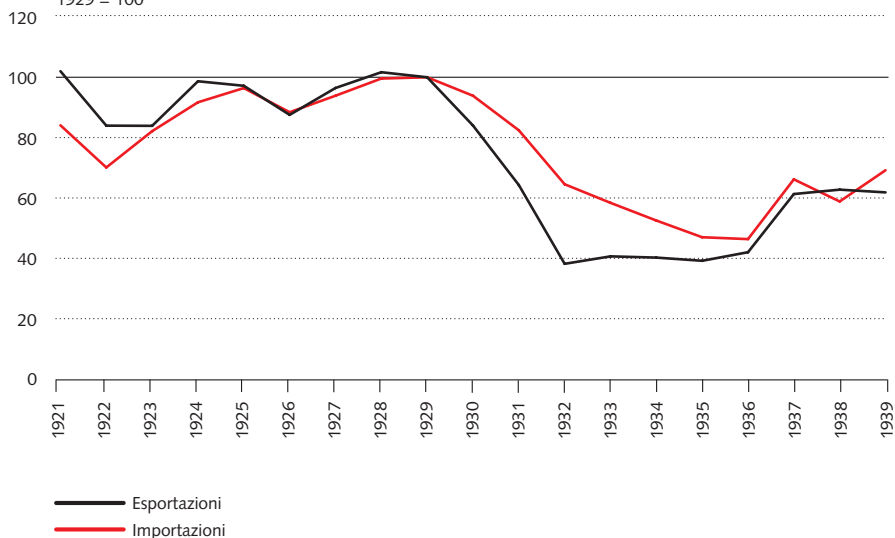
La Svizzera beneficiava di sostanziali afflussi netti di valuta estera e di oro, che almeno in parte dovevano consistere in movimenti di capitali. Una svalutazione anteriore avrebbe potuto frenare tali flussi. Se si ipotizza che la BNS si fosse astenuta da interventi sterilizzati, una contrazione dei flussi di capitali avrebbe mitigato i benefici di una svalutazione attraverso il meccanismo di autoregolazione *price-specie flow*. I ridotti afflussi netti avrebbero comportato una minore crescita dell'offerta di moneta, e ciò avrebbe a sua volta innalzato i tassi di interesse, esercitando così un effetto deprimente sulla domanda interna.

Partendo dalla figura 1.10, la figura 1.11 riporta i risultati della simulazione di uno scenario con ancoraggio al dollaro, in cui gli afflussi netti di oro

Figura 1.5
Andamento del commercio estero della Svizzera

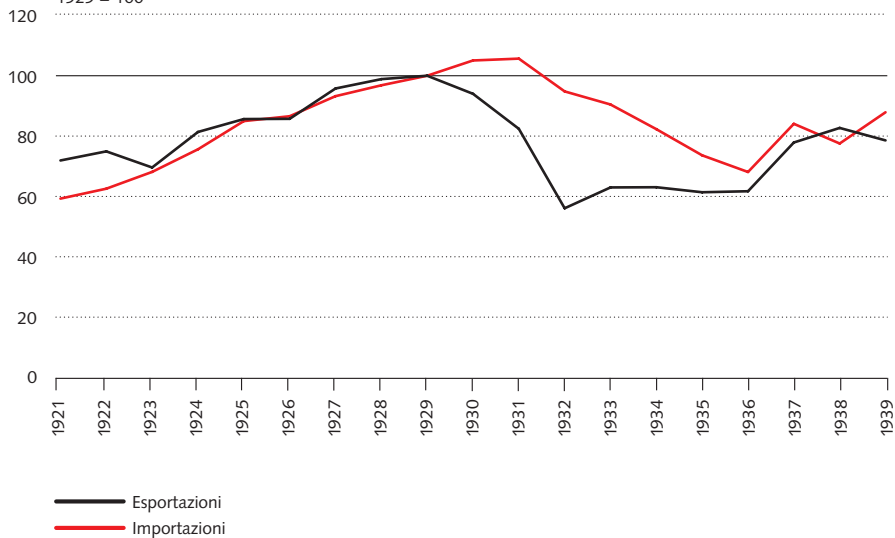
Esportazioni e importazioni di merci (in termini nominali)

1929 = 100



Esportazioni e importazioni di merci (a prezzi all'ingrosso costanti)

1929 = 100

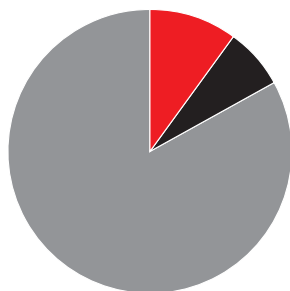


Fonte: Statistique historique de la Suisse (1996).

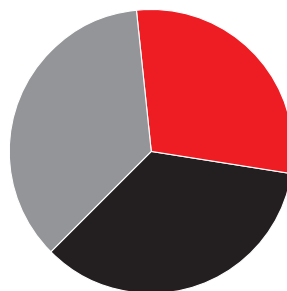
Figura 1.6

Struttura del commercio estero della Svizzera; 1925–1929

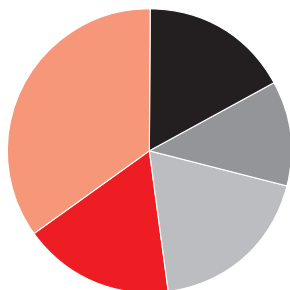
medie annue, in percento del totale

Esportazioni per categoria

10% Alimentari
7% Materie prime
83% Manufatti

Importazioni per categoria

29% Alimentari
35% Materie prime
36% Manufatti

Esportazioni per destinazione

17% Germania
12% Blocco dell'oro
19% Blocco della sterlina
17% Blocco del dollaro
35% Altre aree

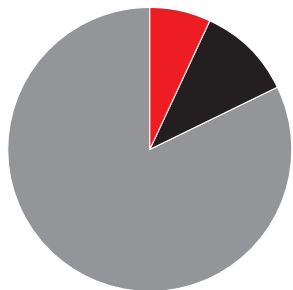
Importazioni per provenienza

21% Germania
24% Blocco dell'oro
9% Blocco della sterlina
17% Blocco del dollaro
29% Altre aree

Fonti: Statistique historique de la Suisse (1996); Annuaire statistique de la Suisse (vari anni).

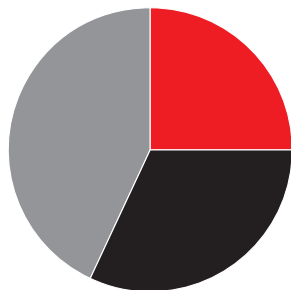
Figura 1.7
Struttura del commercio estero della Svizzera; 1934–1935
 medie annue, in percento del totale

Esportazioni per categoria



■ 7% Alimentari
 ■ 11% Materie prime
 ■ 82% Manufatti

Importazioni per categoria



■ 25% Alimentari
 ■ 32% Materie prime
 ■ 43% Manufatti

Esportazioni per destinazione



■ 21% Germania
 ■ 20% Blocco dell'oro
 ■ 13% Blocco della sterlina
 ■ 11% Blocco del dollaro
 ■ 35% Altre aree

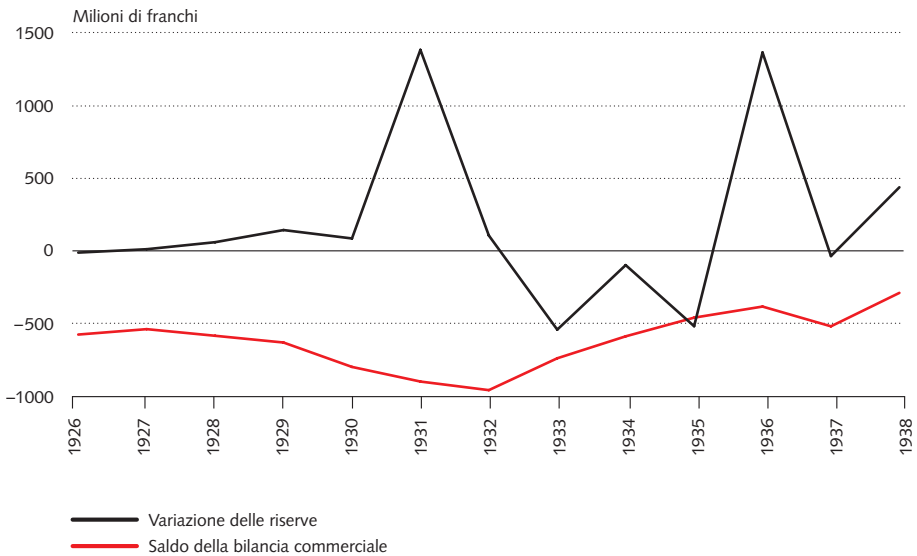
Importazioni per provenienza



■ 27% Germania
 ■ 22% Blocco dell'oro
 ■ 8% Blocco della sterlina
 ■ 13% Blocco del dollaro
 ■ 30% Altre aree

Fonti: Statistique historique de la Suisse (1996); Annuaire statistique de la Suisse (vari anni).

Figura 1.8
Bilancia commerciale e riserve valutarie



Fonte: Statistique historique de la Suisse (1996).

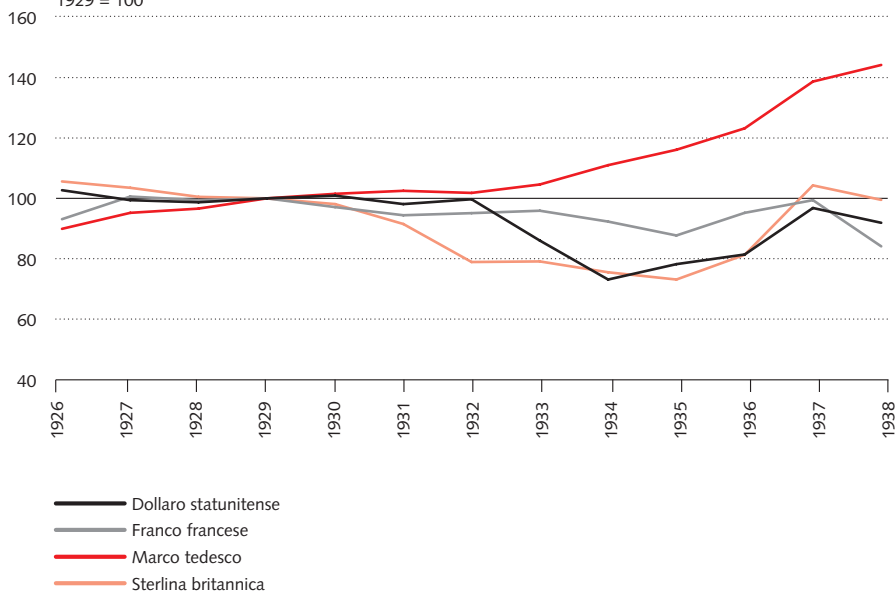
e di valute si sarebbero ridotti del 50% a partire dal 1933. I dati mostrano che i benefici sarebbero stati minori, ma pur sempre significativi.

Un'analisi della robustezza dei risultati tende a indicare che solo una bassissima elasticità di prezzo delle esportazioni, in combinazione con shock avversi molto forti di flussi di divise e di oro, sarebbe stata priva di effetti. Unicamente a tali condizioni le conseguenze benefiche in termini di prodotto sarebbero state ridotte, così da rendere controproducente una più precoce svalutazione.

Vi sono di fatto ben poche evidenze empiriche, sia contemporanee che posteriori, del rischio di un impatto catastrofico sulla Svizzera o sul suo sistema bancario dei flussi finanziari conseguenti a un cambiamento di regime valutario. Recenti lavori sul tallone aureo e i suoi costi hanno esaminato le implicazioni del sistema sul piano della stabilità finanziaria⁶⁴. Gli effetti finanziari del tallone aureo erano certo rilevanti per la Svizzera, ma di essi si parlava allora assai meno che degli aspetti commerciali – in buona parte a causa del timore che qualsiasi dibattito pubblico sulla vulnerabilità del sistema bancario elvetico potesse innescare una crisi generalizzata di fiducia e situazioni di panico. Il mantenimento della parità aurea causò nell'immediato

64 Cfr. Bernanke e James (1991).

Figura 1.9

Tassi di cambio bilaterali realiFranchi svizzeri per unità di valuta estera, sulla base dell'indice dei prezzi all'ingrosso
1929 = 100

Fonti: Statistique historique de la Suisse (1996); Mitchell (1976); elaborazioni degli autori.

ingenti afflussi di capitali a breve (*hot money*), ma accrebbe in pari tempo il rischio di futuri attacchi qualora fosse emersa la possibilità di un'inversione di tendenza. Questa eventualità comportava una duplice minaccia: per le banche depositarie dei fondi, ma anche per la BNS, che sarebbe stata chiamata a convertire franchi in valuta estera. Inizialmente, il modo più ovvio per affrontare questo problema consistette nel negare assolutamente che vi sarebbe stata una modifica della parità. In effetti, subito dopo la crisi della sterlina del settembre 1931, il franco svizzero appariva relativamente stabile, e i maggiori attacchi speculativi contro i restanti paesi in regime di tallone aureo riguardarono gli Stati Uniti e la Francia. Tuttavia, diveniva sempre più chiaro che la marea di depositi a breve affluiti al sistema finanziario elvetico durante gli anni di crisi non era necessariamente frutto di una scelta durevole, e che un loro deflusso verso l'estero avrebbe indebolito sia il settore bancario sia la moneta nazionale, determinando così la stessa e identica combinazione di crisi bancaria e crisi valutaria abbattutasi sull'Europa centrale nel 1931. La fuoriuscita dei capitali poteva sì originare da timori per la sicurezza e/o l'evoluzione politica in Europa, ma poteva ovviamente anche essere innescata

da incertezze circa la sostenibilità e la credibilità della politica monetaria svizzera. Le autorità erano consapevoli della morsa in cui si trovavano: la situazione stava diventando sempre più precaria, ma qualsiasi azione rischiava di essere destabilizzante, anziché favorire la stabilità.

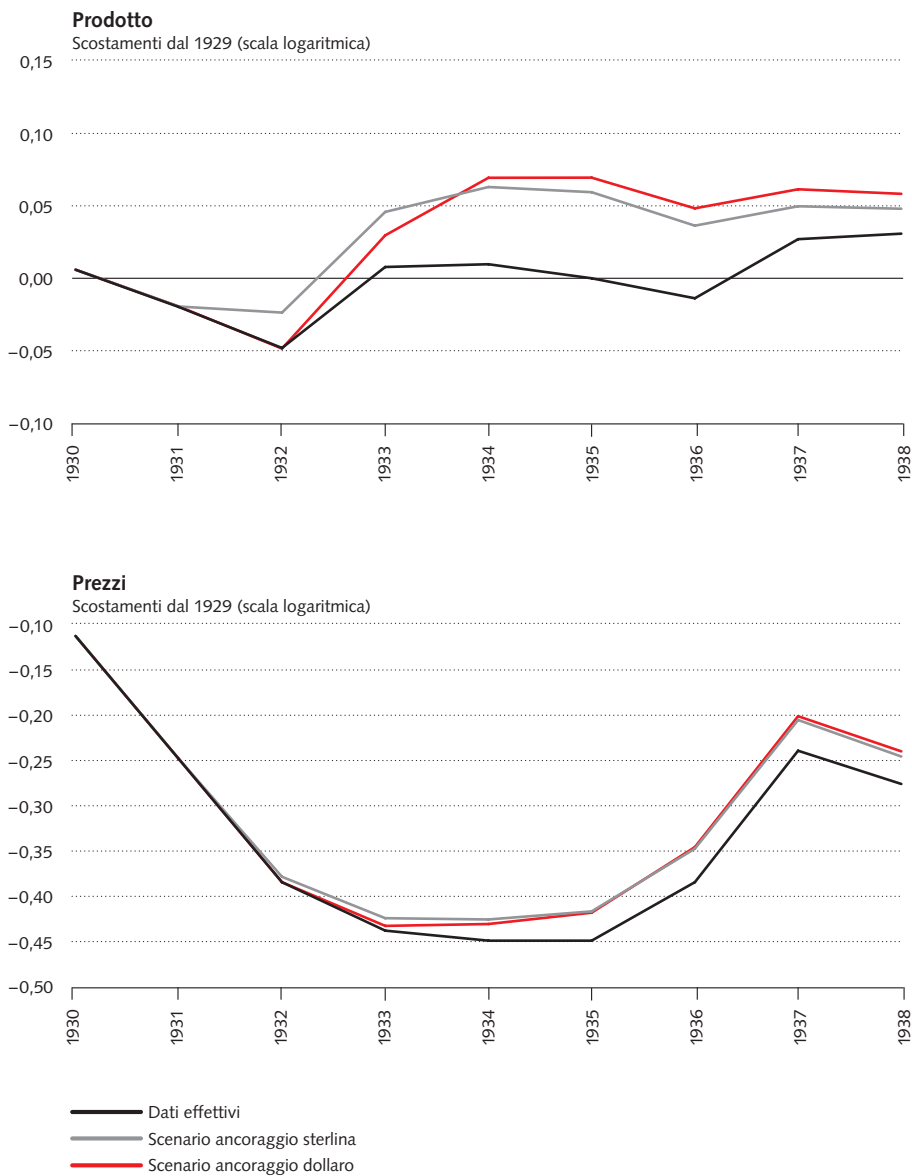
Poco dopo la crisi della sterlina, un documento interno della BNS spiegava le ragioni per cui era opportuno resistere alle pressioni in favore di una svalutazione. Questa avrebbe accresciuto il costo delle importazioni e determinato un aumento generale dei prezzi. La Svizzera, «in quanto tipico paese di percettori di rendite, avrebbe patito enormi danni, che non sarebbero stati compensati da un miglioramento duraturo dell'occupazione nell'industria, ammesso che questo avesse luogo»⁶⁵.

Malgrado tale impasse operativa, la posizione della BNS mutò comunque sensibilmente nel corso dei successivi cinque anni e della battaglia in difesa del franco, così come divenne più palese la vulnerabilità del sistema bancario svizzero. Le autorità erano però vincolate nel loro agire, poiché se da un lato un cambiamento di rotta sarebbe stato auspicabile per evitare una crisi, dall'altro esso non poteva essere giustificato politicamente se non in situazione critica. Pertanto, la Svizzera – al pari dei Paesi Bassi – rimase fedele al tallone aureo finché non vi fu una crisi manifesta, che creò un contesto politico e possibilità d'azione eccezionali, all'indomani della vittoria del Fronte popolare in Francia, nel 1936.

La questione dell'assetto monetario si politicizzò fortemente in Svizzera, così come nel resto dell'Europa. In particolare essa veniva evocata nella cosiddetta «Iniziativa di crisi», una consultazione popolare voluta dai sindacati e dal partito socialista a sostegno di un programma espansivo per la creazione di posti di lavoro, che avrebbe potuto suscitare incertezze riguardo al franco, ma che venne respinta nella votazione del 2 giugno 1935. La sconfitta di detta iniziativa fu in effetti seguita dalla cessazione delle pressioni speculative sul franco. Numerosi economisti svizzeri propugnavano una politica creditizia più espansiva. In particolare, Eugen Böhler del Politecnico federale di Zurigo e Paul Keller dell'Università di San Gallo presentarono uno studio sulle politiche contro la depressione economica che a loro giudizio avrebbero costituito «un programma positivo per la Svizzera». Il documento esaminava gli argomenti pro e contro la svalutazione e forniva riscontri empirici delle ricadute macroeconomiche favorevoli nei paesi che avevano abbandonato prima il tallone aureo negli anni trenta, pur astenendosi dal formulare raccomandazioni

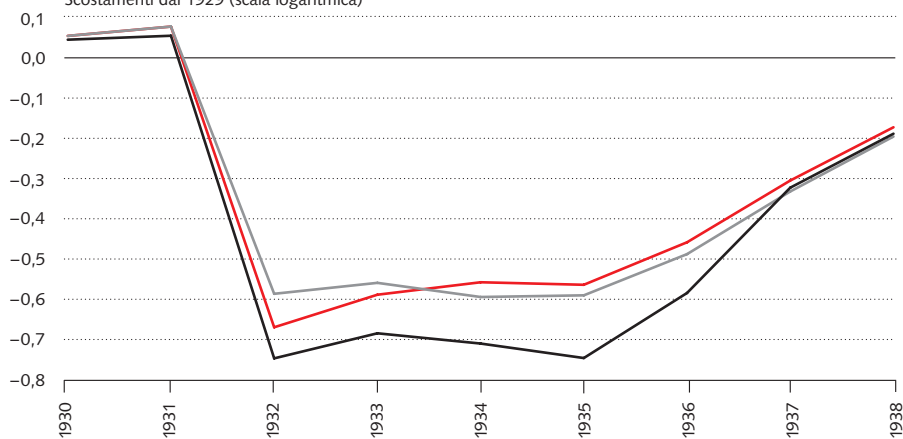
65 BNS, *Krise, Wirtschaft und Banken* (1932).

Figura 1.10
Simulazioni controfattuali di base

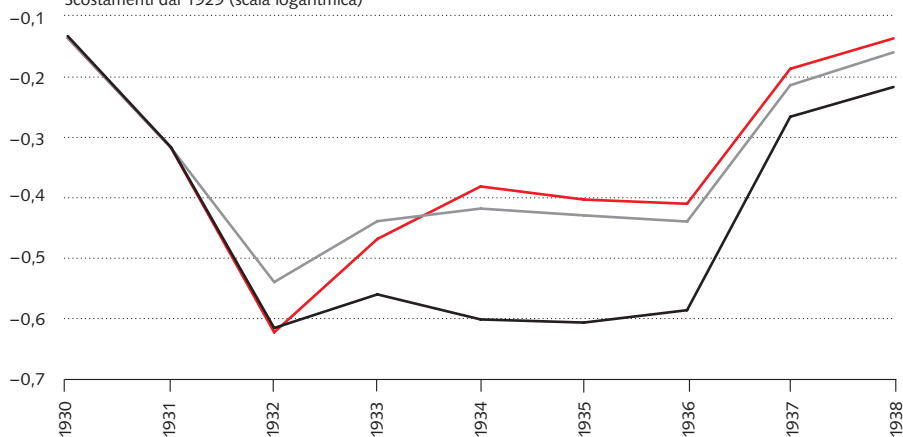


Esportazioni verso blocco della sterlina

Scostamenti dal 1929 (scala logaritmica)

**Esportazioni verso blocco del dollaro**

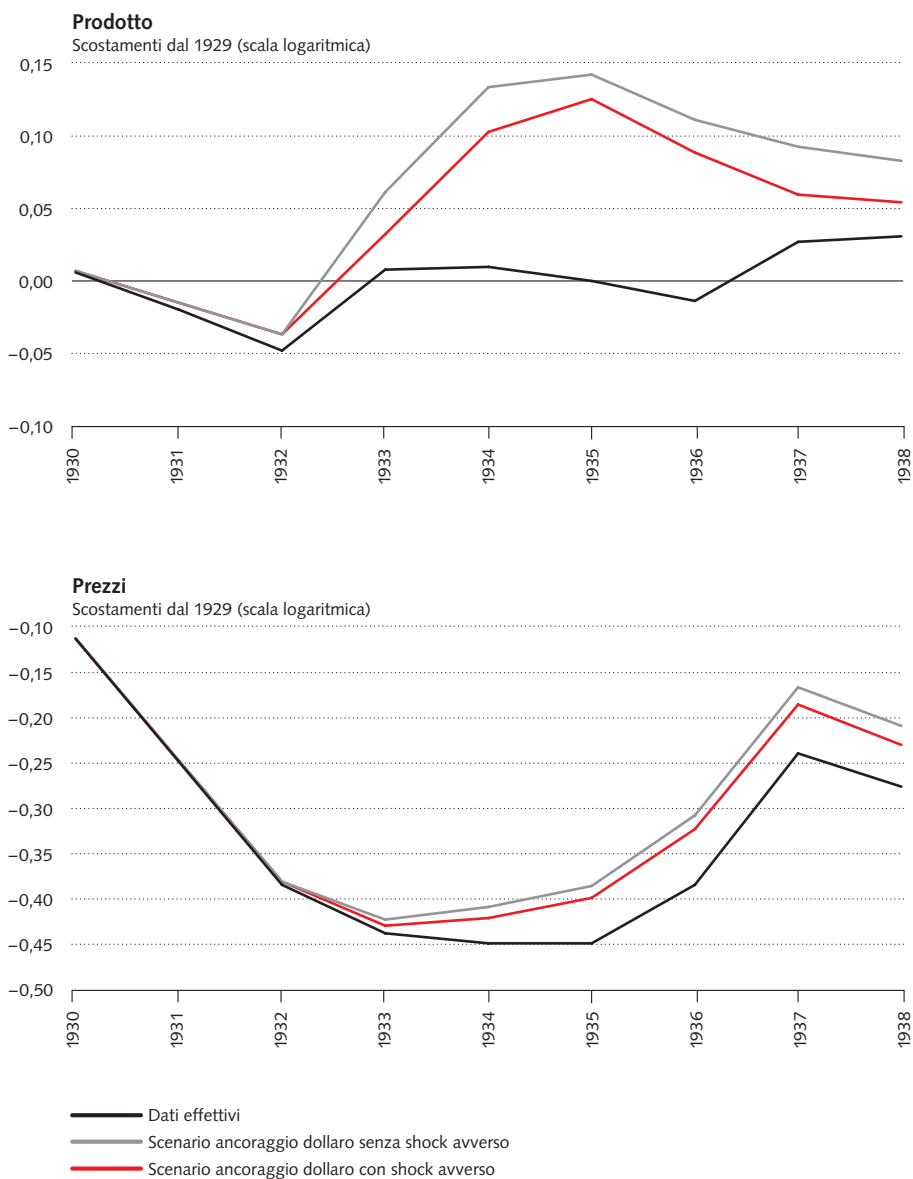
Scostamenti dal 1929 (scala logaritmica)



— Dati effettivi
 — Scenario ancoraggio sterlina
 — Scenario ancoraggio dollaro

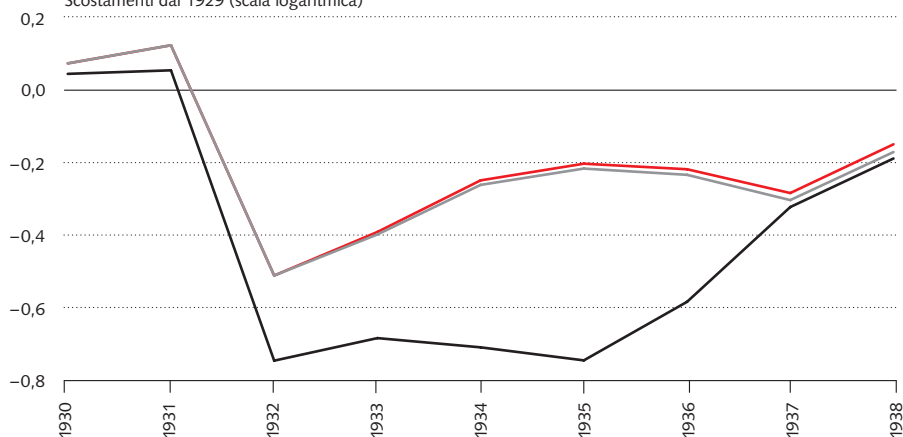
Fonti: Statistique historique de la Suisse (1996); elaborazioni degli autori.

Figura 1.11
**Simulazioni controfattuali con elasticità stimate della domanda di esportazioni
 e di importazioni e con shock avverso nei flussi di capitali**

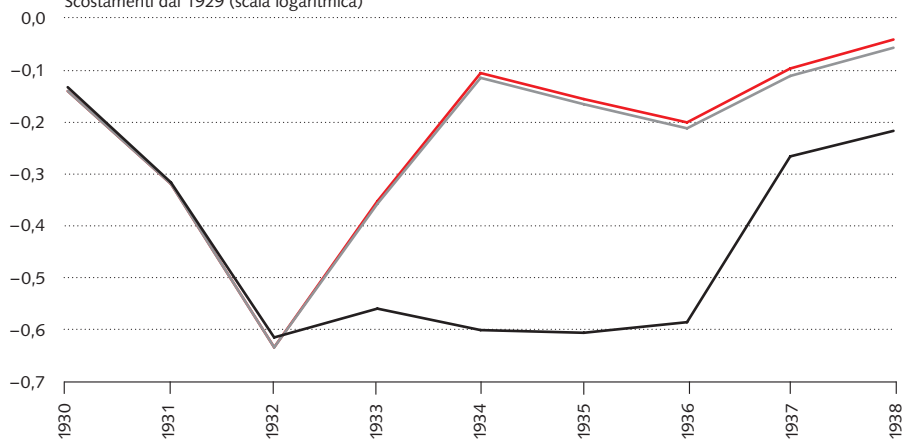


Esportazioni verso blocco della sterlina

Scostamenti dal 1929 (scala logaritmica)

**Esportazioni verso blocco del dollaro**

Scostamenti dal 1929 (scala logaritmica)



- Dati effettivi
- Scenario ancoraggio dollaro senza shock avverso
- Scenario ancoraggio dollaro con shock avverso

Fonti: Statistique historique de la Suisse (1996); elaborazioni degli autori.

esplicite per la Svizzera⁶⁶. Una politica di espansione creditizia avrebbe parimenti potuto sollevare la questione della sostenibilità del cambio fisso. La BNS era riluttante di fronte a richieste in tal senso e sosteneva che una dilatazione del credito avrebbe unicamente prodotto un boom illusorio⁶⁷. Fino al fallimento dell'Iniziativa di crisi la sinistra non volle toccare la questione della svalutazione, ma in seguito questa divenne un'opzione plausibile.

Taluni critici della politica ufficiale andavano oltre la richiesta di un allentamento creditizio e vedevano nella modifica del tasso di cambio un possibile strumento operativo. Questa posizione era appoggiata da alcune imprese produttrici, e in particolare dalle industrie di esportazione che speravano di guadagnare quote di mercato grazie alla maggiore competitività ottenuta con la svalutazione. Essa avrebbe potuto avere il sostegno anche di taluni settori della comunità finanziaria sensibili alla questione della stabilità. Certi gruppi di interesse che potevano attendersi un vantaggio dal deprezzamento del franco erano in realtà sorprendentemente silenziosi, in parte perché erano protetti dalle perdite in virtù di altri meccanismi, frutto di forti pressioni e di *lobbying* in Parlamento. Gli agricoltori, che in molti paesi (in particolare gli Stati Uniti) costituivano un potente gruppo di pressione in favore della svalutazione, erano tutelati da contingenti e dazi doganali protettivi. Gli albergatori, i cui servizi avrebbero potuto divenire più attrattivi con la svalutazione, riuscirono a fare inserire negli accordi di compensazione conclusi con la Germania dopo il 1934 talune clausole che accordavano la priorità ai trasferimenti per fini turistici rispetto alle transazioni finanziarie. Nel 1934 venne accordata agli esportatori una garanzia statale contro i rischi. Il Governo incentrò la sua strategia negoziale sugli accordi bilaterali, che divennero un meccanismo sempre più importante per regolare i pagamenti internazionali, secondo il principio che «il lavoro ha priorità sul capitale» (*Arbeit geht vor Kapital*)⁶⁸. Infine, altri potenziali gruppi di interesse avevano percezioni contrastanti, come ad esempio i lavoratori dell'industria, che da un lato avrebbero potuto trarre vantaggio da un aumento delle esportazioni, ma dall'altro nutrivano timori riguardo alla sicurezza dei propri risparmi in caso di deprezzamento del franco.

Ad ogni modo, nessuno dei fautori di una modifica del tasso di cambio voleva dare troppa pubblicità alla propria posizione nel timore di essere accusato di «tradimento della patria». L'ex consigliere federale Edmund Schulthess,

66 Cfr. Böhler e Keller (1935) e anche Allgoewer (2003), capitolo 7.

67 BNS, verbale del Comitato di banca (1936), 4 febbraio, p. 66.

68 Cfr. Frech (2001), pp. 74 segg.

presidente dalla Commissione federale delle banche, di recente creazione, era stato esplicito riguardo alla desiderabilità di una nuova parità di cambio, ritenendo insostenibile quella vigente. Fino alle sue dimissioni dall'esecutivo nella primavera 1935 aveva perorato con vigore un adeguamento dei prezzi e dei costi svizzeri al livello mondiale, con una correzione dell'ordine del 20%, da attuarsi se necessario con misure amministrative. Ma una volta uscito dal Governo, dovette constatare l'irrealizzabilità di questo progetto e venne duramente attaccato come esponente della «propaganda per la svalutazione»⁶⁹. Analogamente, Paul Rossy, supplente del capo del 2° Dipartimento provvisoriamente distaccato presso l'esecutivo federale, nell'ottobre 1935 fu costretto a lasciare la BNS per essere stato troppo incline all'idea di una svalutazione⁷⁰.

La principale argomentazione addotta dalla BNS contro la svalutazione, assurta poi a tesi, era che questa avrebbe leso i diritti di proprietà. Nell'aprile 1936, in una lettera indirizzata al Dipartimento federale dell'economia pubblica, la Direzione generale della BNS spiegava che «la moneta è un mezzo dell'economia e non un mezzo di politica economica, poiché rappresenta il metro di misura con cui sono valutati tutti i beni economici [...]. Non solo i negozi a breve termine, ma anche gli ordinamenti la cui durata si estende su decenni devono essere protetti da modifiche arbitrarie del metro di valore. Lo Stato sarebbe il primo a patire del venir meno al principio della buona fede»⁷¹.

Nei fatti la BNS adottò un approccio sempre più ambiguo riguardo alla svalutazione. Da un lato, in pubblico si presentava come lo strenuo paladino dell'ortodossia e dell'antica parità di cambio. Verso la fine del 1935 essa acconsentì a partecipare a un servizio stampa organizzato dall'Ufficio svizzero d'espansione commerciale allo scopo di fare apparire sui giornali articoli di opinione sul mercato monetario e dei capitali, ma soprattutto sulla questione del tasso di cambio⁷² (nel contempo, la Banque de France si impegnava in una massiccia e costosa campagna di propaganda per guadagnare proseliti alla causa del tallone aureo). Dall'altro, in privato i dirigenti della BNS erano alquanto scettici, soprattutto perché non credevano che il Governo avesse il coraggio politico di attuare la deflazione fiscale necessaria per convincere i mercati che la Svizzera intendeva realmente mantenere la parità aurea.

All'interno, la Direzione generale era divisa. Il presidente Bachmann si opponeva tenacemente a un cambiamento di politica. Ma nell'aprile 1936 il

69 BNS, verbale del Comitato di banca (1936), 22 luglio p. 272.

70 Bank of England, presidenza della BNS (1937). Nel 1937 Rossy fu reintegrato nella BNS in qualità di vicepresidente della Direzione generale.

71 BNS a Dipartimento federale dell'economia (1936).

72 BNS, verbale della Direzione generale (1935), 8 ottobre, n. 919.

vicepresidente Charles Schnyder von Wartensee produsse una nota destinata alla Direzione generale in cui spiegava che «nei circoli elvetici a Parigi, Londra e New York si ritiene che la Svizzera, con il suo elevato tenore di vita e la sua forma di governo democratica, che impedisce un agire rapido e proattivo, non possa resistere alla pressione generale»⁷³. A maggio, dopo una crisi politica in Francia, la Direzione generale discusse la probabile svalutazione del franco francese, che avrebbe diretto le pressioni speculative verso la Svizzera. In Francia e in altri paesi la deflazione aveva prodotto una «radicalizzazione delle masse»⁷⁴. A questo punto, in un documento interno della BNS si sosteneva che si sarebbero potuti considerare il dollaro statunitense, il fiorino olandese e il franco belga alla stregua di valute auree (*Golddevisen*) da utilizzare nel calcolo del rapporto di copertura metallica delle banconote emesse dalla BNS e nel regolamento dei pagamenti in oro⁷⁵.

La BNS fece sapere alle altre banche centrali che avrebbe probabilmente seguito la Francia. La Bank of England fu informata dal vicepresidente Schnyder che qualora la Francia avesse svalutato, «la Svizzera avrebbe certamente fatto altrettanto e che, quanto a modalità e misura della svalutazione, il Governo si sarebbe essenzialmente lasciato guidare dalla Banca nazionale»⁷⁶. L'unico elemento di disaccordo concerneva il livello al quale avrebbe dovuto essere fissata la nuova parità: mentre Ernst Weber, capo del 3° Dipartimento, auspicava una svalutazione del 40% a prescindere dalla decisione della Francia, Schnyder sosteneva che la Svizzera avrebbe dovuto allinearvisi⁷⁷. Il 2 giugno la Direzione generale ebbe una concitata riunione con la delegazione finanziaria del Consiglio federale. All'indomani dell'incontro essa scrisse al Governo affermando che, dati gli interessi economici in gioco, era ormai evidente come l'Esecutivo non fosse in grado di imporre risolutamente una politica di bilancio più restrittiva. Nella sua lettera la Direzione generale chiariva che la BNS avrebbe continuato a difendere il franco, ma al tempo stesso faceva rilevare che tale difesa «avrebbe ancora favorito quegli ambienti che utilizzano le riserve auree della BNS per convertire attività interne in valute estere, a scapito di coloro che restano fedeli sino in fondo alla moneta nazionale»⁷⁸.

La riunione del 2 giugno ebbe come conseguenza un decreto sulla protezione della moneta nazionale del 19 giugno 1936 che prevedeva sanzioni per la

73 BNS, nota di Charles Schnyder (1936).

74 BNS, verbale della Direzione generale (1936), 7–8 maggio, n. 451.

75 BNS, Abgang Frankreichs von der Goldwährung (1935).

76 Bank of England, conversazione con Schnyder (1936).

77 *Ibidem*.

78 BNS a Consiglio federale (1936).

speculazione contro il franco. Ma come la maggior parte di tali decreti negli anni trenta, esso non produsse grandi effetti; anzi, probabilmente non fece che aumentare il nervosismo dei depositanti sia in Svizzera che all'estero. Provvedimenti di questo tipo potevano facilmente essere interpretati come il segno che la svalutazione era imminente.

Nel giugno 1936, in un documento interno si presentò una sorta di bilancio dei vantaggi e svantaggi della svalutazione. Vi si diceva che dalla modifica della parità del franco ci si poteva attendere «una diminuzione della tesaurizzazione, il rimpatrio di capitali investiti all'estero e in attività estere, una maggiore fluidità del mercato dei capitali, una ripresa dell'industria di esportazione e un più rapido aggiustamento dell'economia alle condizioni internazionali». Ma vi sarebbero anche stati dei pericoli: «Incertezza sull'evoluzione economica e finanziaria, perdite per i creditori a vantaggio dei debitori, parziale distruzione di risparmio, un aumento generale dei prezzi, vertenze salariali, una radicalizzazione del contesto politico e un duro colpo per il morale del Paese»⁷⁹.

A fine settembre prese avvio un deciso attacco speculativo contro il franco francese. Stante l'esperienza passata, che mostrava come la speculazione si spostasse da un paese all'altro, era chiaro che in caso di svalutazione della moneta francese sarebbero immediatamente scaturite enormi pressioni sulle restanti economie aderenti al tallone aureo, ossia i Paesi Bassi e la Svizzera. Il giovedì 24 settembre Bachmann era stato invitato a una riunione presso il DFF, alla quale era presente anche il ministro dell'economia francese Charles Spinasse, volato a Basilea da Parigi per annunciare che l'indomani il Governo francese avrebbe accolto una mozione con la proposta di svalutare il franco francese del 30% circa. Il venerdì mattina la Direzione generale della BNS deliberò di mantenere invariata la parità del franco svizzero nonostante la svalutazione francese. Il Consiglio di banca si riunì lo stesso giorno, ma non decise praticamente nulla. Di fatto, la Direzione generale cercò per quanto possibile di far cadere ogni discussione sul tasso di cambio, poiché in quel preciso momento la questione era dibattuta a livello del Dipartimento federale delle finanze. Sabato 26, durante una riunione del Consiglio federale, Bachmann riaffermò la propria opposizione a qualsiasi svalutazione del franco. Ma, quando gli fu chiesto se fosse sufficientemente fiducioso da poter escludere la possibilità di essere costretto a svalutare in tempi successivi qualora la parità vigente fosse stata mantenuta, non fu in grado di rispondere affermativamente. In base a ciò, il Governo svizzero approvò la svalutazione del franco, argomentando che l'economia svizzera non avrebbe potuto

79 BNS, Fragen der Abwertung (1936).

sostenere un ulteriore mantenimento del vecchio tasso di cambio. Il relativo decreto fissava nuove fasce di oscillazione (con un valore del franco compreso fra 190 e 215 milligrammi di fino) anziché una nuova parità⁸⁰. Bachmann comunicò tuttavia alla Bank of England di essere stato fermo nella sua opposizione alla svalutazione⁸¹.

Alla svalutazione fece seguito una rapida ripresa del sistema finanziario svizzero. In effetti, già in occasione della seduta del Consiglio di banca del 28 settembre, in cui fu valutata la nuova situazione, il membro della Direzione generale Ernst Weber riferì che le grandi banche avevano giudicata corretta la decisione⁸². I corsi azionari delle maggiori banche fecero registrare un forte aumento (superiore a quello di altre azioni svizzere, che pure salirono in seguito alla svalutazione): nel mese successivo l'azione della Società di Banca Svizzera guadagnò il 50%, quella del Credito Svizzero il 43% e quella dell'Unione di Banche Svizzere il 47%⁸³. Il direttore generale della Società di Banca Svizzera giunse a scrivere ad un alto dirigente finanziario britannico: «Non vi è dubbio che il Consiglio federale ha scelto la via giusta sposando la causa di un riallineamento valutario con le principali monete»⁸⁴.

La svalutazione del 1936 fu accompagnata da un'iniziativa internazionale per la stabilizzazione, l'Accordo trilaterale tra Francia, Gran Bretagna e Stati Uniti, che per certi versi prefigurava il regime di Bretton Woods. Il Governo americano prese poi contatto con le autorità belghe e svizzere chiedendo loro se sarebbero state disposte ad assumere una posizione analoga sulla stabilità valutaria, e la Direzione generale della BNS convenne che una dichiarazione in questo senso sarebbe stata opportuna ai fini della salvaguardia della moneta. Al tempo stesso, la Direzione argomentò che un tale accordo presupponeva la fissazione di un prezzo di acquisto e di vendita dell'oro e stabilì un prezzo di vendita di 4973.92 franchi svizzeri e un prezzo di acquisto di 4869.80 franchi svizzeri per chilogrammo⁸⁵. Il Governo emanò quindi una direttiva rivolta alla BNS con cui si richiedeva il mantenimento di un tasso di cambio corrispondente a un contenuto di oro del franco svizzero di 205 milligrammi (ovvero 4878 franchi per chilogrammo di fino). La Svizzera nutriva grosse perplessità, poiché l'Accordo trilaterale statuiva che le parità avrebbero potuto essere abrogate con un preavviso di 24 ore. Ma soprattutto, il franco francese

80 Relazione di Bachmann al Comitato di banca, BNS, verbale del Comitato di banca (1936), 28 settembre, pp.366 segg., in particolare p. 371.

81 Bank of England, conversazione con Pfenninger (1936).

82 BNS, verbale del Comitato di banca (1936), 28 settembre, p. 374.

83 Cfr. Bebié (1939); Heer (1937); Perrenoud et al. (2002).

84 Bank of England, Golay a Niemeyer (1936).

85 BNS, verbale della Direzione generale (1936), 22 ottobre, n. 1135.

continuava ad essere molto instabile. Allorché si ebbe una nuova svalutazione della moneta francese, nel luglio 1937, la BNS iniziò a considerare la possibilità di assetti monetari differenti e giunse ad affermare che per il momento un regime di cambi fissi non era desiderabile, e che era invece da preferire la fluttuazione. La Direzione generale scrisse al Governo in questi termini: «Non vi è oggi alcun legame, sia esso di ordine economico o psicologico, fra il franco svizzero e la moneta francese che possa giustificare, come nel settembre 1936, una politica valutaria analoga nei due paesi. Una revisione del nostro ordinamento monetario sarebbe possibile soltanto qualora gli Stati di importanza economica decisiva, ossia Gran Bretagna e Stati Uniti, raggiungessero un accordo per un nuovo orientamento sul regime delle loro monete»⁸⁶. Per la Svizzera l'ancoraggio all'oro continuava ad essere il fattore chiave della stabilità valutaria. Si riteneva che sarebbe stato invece inappropriato il mantenimento di cambi fissi in relazione ad altre monete senza un legame aureo. Nella Confederazione la prospettiva si era dunque decisamente spostata dalla visione del secolo precedente, per la quale il paradigma della politica monetaria risiedeva nell'adozione dello standard dei paesi vicini e dei partner commerciali, obbligando il Paese a seguire il franco francese, verso una concezione in cui la stabilità aveva un valore intrinseco. La stabilità poteva più facilmente essere conseguita mediante il fermo legame con un metallo prezioso.

Sul piano istituzionale, la BNS era coinvolta in una polemica su chi avrebbe dovuto beneficiare del profitto che risultava dalla rivalutazione dell'oro in termini di franchi svizzeri e sulla sua destinazione. Un primo calcolo condusse a una rivalutazione del 35% delle riserve auree, corrispondente a un utile di 538 milioni di franchi. La somma fu inizialmente impiegata per la creazione di un fondo di stabilizzazione valutaria da destinare alla gestione degli interventi sul mercato dei cambi, sulla falsariga dell'*Exchange Equalisation Account* britannico del 1932 e dell'*Exchange Stabilization Fund* americano del 1934. Ma a differenza dei fondi britannico e statunitense, che erano controllati dal Governo e segnavano un allontanamento dalla filosofia seguita dalle banche centrali negli anni venti, quello svizzero rimase di pertinenza della BNS. Esso venne però liquidato quando la guerra rese necessarie grandi spese pubbliche, cosicché nel 1940 furono versati 325 milioni alla Confederazione e 150 milioni ai Cantoni. Affinché la BNS potesse disporre di una base sufficiente per proseguire gli interventi, il 3 giugno 1940 gli averi in oro furono ulteriormente rivalutati del 6,4%, dando luogo a un aumento contabile delle riserve pari a 100,9 milioni di franchi. Questi vennero infine impiegati

86 BNS al capo del Dipartimento federale delle finanze (1937).

per un esborso di 100 milioni nel quadro dei pagamenti svizzeri agli Stati Uniti ai termini dell'Accordo di Washington (2.2.3)⁸⁷.

1.6 Movimenti internazionali di capitali

Il dibattito degli anni trenta sul tallone aureo e sulla sua crescente vulnerabilità a causa dei capitali speculativi mise in evidenza un importante elemento di fragilità del sistema finanziario elvetico.

Durante la prima guerra mondiale la Svizzera aveva avuto un rapido sviluppo in quanto intermediario neutrale, e a guerra conclusa, negli anni venti, appariva come un'isola di stabilità in un mare burrascoso di inflazione e di svalutazione monetaria. Inoltre, la mancanza di trasparenza nell'assetto proprietario e di controllo delle società rendeva attraenti le istituzioni finanziarie svizzere come parti di strutture partecipative (società holding). Le imprese e i privati tedeschi e di altri paesi dell'Europa centrale vedevano nelle banche elvetiche e nelle loro affiliate un canale per assicurarsi prestiti vantaggiosi sul piano tributario. La Svizzera venne così ad assumere un ruolo di paradiso fiscale. All'indomani del conflitto, nel 1919 e 1920, si produsse un riflusso dei capitali affluiti durante il periodo bellico, che suscitò timori in seno alla BNS per i suoi possibili effetti destabilizzanti. Nel luglio del 1920 i rappresentanti di banche commerciali e cantonali si riunirono con esponenti della BNS per discutere la situazione sul mercato dei capitali. In particolare, le difficoltà incontrate dalle banche di credito ipotecario, unitamente al deflusso di fondi, spingevano a richiedere l'introduzione di vincoli ai movimenti di capitale. Nel corso di una successiva seduta della Direzione generale, i tre membri convennero che la BNS non si sarebbe dovuta opporre a una chiusura del mercato interno ai cittadini esteri per la vendita di titoli svizzeri⁸⁸.

Negli anni venti, e ancor più negli anni trenta, ingenti capitali internazionali si spostavano in risposta a sviluppi economici, politici e militari di breve periodo. La Svizzera, in quanto paese neutrale sede di importanti istituzioni finanziarie, era inevitabilmente al centro di molte operazioni di questo tipo, al pari degli Stati Uniti, che dopo il 1934 divennero viepiù la destinazione preferita dei capitali in fuga dall'Europa. Questi flussi di fondi rispecchiavano le aspettative sulle variazioni di cambio, ma spesso erano anche mossi da instabilità politiche.

Ai deflussi dei primi anni venti fecero prontamente seguito nuovi afflussi, indotti dalle situazioni di inflazione e di turbolenza valutaria nell'Europa

⁸⁷ Cfr. Jaquemet (1974).

⁸⁸ BNS, verbale della Direzione generale (1920), 8 luglio, n. 595.

centrale. Nel 1924, con il franco praticamente stabilizzato, la BNS era assai meno preoccupata e poteva affermare: «Non si dovrebbero muovere troppi rimproveri alle banche per i loro investimenti all'estero, poiché si tratta di attività legittime che diventano necessarie quando le banche non riescono a far fruttare adeguatamente le proprie risorse sul mercato interno»⁸⁹. Restava il timore che gli ampi afflussi di capitali a breve termine potessero subire improvvise inversioni. Nel 1930 un banchiere privato svizzero disse ad un esponente della Bank of England che sarebbe rimasto sbalordito se avesse saputo quanto denaro estero – presumibilmente di provenienza francese e tedesca – stava affluendo in Svizzera⁹⁰. La BNS cercò nel 1927 di istituire un sistema informale di controllo mediante un *gentlemen's agreement* con le banche, che intendeva ricalcare il modello di concertazione della Bank of England con le banche della City, ma l'iniziativa non ebbe alcun esito⁹¹. Occasionalmente la Banca nazionale tentò di convincere altre banche centrali ad intervenire per limitare i flussi in uscita dalla Svizzera. Ad esempio, a metà 1933, il presidente della BNS chiese alla Bank of England di far cessare gli acquisti di oro a Londra da parte della Nestlé, ricevendo però una risposta glaciale: «Se foste abilitati dalla legge, come lo siamo noi, a richiedere che le transazioni siano segnalate alla banca centrale, sareste in grado di affrontare voi stessi la questione»⁹². La BNS gradualmente modificò la propria visione riconoscendo che la mobilità dei capitali era parte integrante dell'economia svizzera. Diversamente da altre banche centrali, non partecipò alle iniziative degli anni trenta volte a imbrigliare i mercati internazionali dei capitali e ad imporre controlli tali da creare un'economia nazionale chiusa all'esterno.

Durante le turbolenze valutarie dei primi anni trenta la Svizzera aveva attratto nuovi fondi esteri, ma vi era il giustificato timore che tali capitali erratici potessero defluire dal Paese. Altre economie erano state vittime di analoghi afflussi seguiti da bruschi deflussi deleteri alla stabilità del settore finanziario. Le banche statunitensi avevano subito una fuga di depositi a livello internazionale fra il settembre 1931 e l'aprile 1933, allorché venne sospesa la convertibilità in oro del dollaro; lo stesso era avvenuto per le banche francesi dopo l'aprile 1933 (con gran parte dei fondi affluiti in Svizzera). Parte dei flussi più massicci verso la Svizzera provenne dalla Francia al tempo delle dimostrazioni fasciste del 1934 e dell'ascesa al potere del *Front populaire* nel 1936. Un'analisi dei flussi diretti verso gli Stati Uniti, e in particolare di quelli

89 BNS, verbale della Direzione generale (1924), 23 settembre, n. 772.

90 Bank of England, *Foreign Money in Switzerland* (1930).

91 Bank of England, Bachmann a Norman (1927).

92 Bank of England, Siepmann a Bachmann (1933).

dalla Svizzera agli Stati Uniti, evidenzia punte massime soprattutto in occasione delle crisi politiche ed economiche della Francia (settembre 1936, novembre 1936 e febbraio 1937), ma anche impennate minori coincidenti con crisi politiche riguardanti la Germania (il *pogrom* del novembre 1938 e l'invasione della Cecoslovacchia nel marzo 1939)⁹³.

Nel 1937 le banche elvetiche stimavano in 6650 milioni di franchi il volume dei depositi esteri collocati in Svizzera, mentre la BNS indicava la cifra ben più elevata di 16000 milioni di franchi⁹⁴. Ci si attendeva che parte di tali depositi sarebbe stata rimpatriata. Dopo l'aprile 1933 vi fu una certa attività speculativa contro il franco svizzero, e nuovamente fra il febbraio e l'aprile 1934 in seguito alla stabilizzazione del dollaro statunitense. Nel 1935 la speculazione prese ancora di mira la moneta svizzera, e nei primi cinque mesi dell'anno la BNS perse 744 milioni di riserve in oro. Nel periodo in cui la Svizzera rimase nel blocco dell'oro, la Banca nazionale subì in complesso una costante erosione delle sue riserve (figura 1.2); dopo la svalutazione il franco fu meno soggetto ai flussi speculativi.

Durante le fasi di deflusso di capitali le banche erano vulnerabili, poiché gli speculatori contro la moneta svizzera tendevano a ritirare i depositi in franchi. Il nesso fra le perdite di riserve della banca centrale e la vulnerabilità bancaria era allora oggetto di un ampio dibattito. L'economista austriaco Gottfried von Haberler scriveva nel 1937: «Le banche presso le quali sono depositati i fondi esteri considerano questi ultimi come capitali erratici o speculativi (*hot money*) e tendono a prestare soltanto una frazione relativamente modesta di essi. E qualora le banche fossero meno prudenti, verosimilmente la banca centrale riterrà che l'aumento delle sue riserve auree generato dall'afflusso di fondi esteri è destinato a svanire in tempi brevi e si asterrà dall'espandere in misura corrispondente la base monetaria»⁹⁵.

La risposta ufficiale fu dapprima una disposizione nella legge sulla Banca nazionale del 1934 che imponeva alle banche di segnalare alla BNS i crediti a partire da 10 milioni di franchi con scadenza di dodici mesi e oltre, incentivando così le banche a mantenere i propri impieghi liquidi, e quindi, nel giugno 1935, un *gentlemen's agreement* con il quale le banche si impegnavano a non effettuare transazioni «speculative». Esse avrebbero dovuto cessare le operazioni a termine in cambi e su oro con il pubblico. Ma fu ben presto chiaro che tali accordi non vincolanti venivano ampiamente disattesi e che la BNS

93 Cfr. Wilkins (1999).

94 Cfr. Jung (2001), pp. 56 seg., 65.

95 Cfr. Haberler (1937), p. 336.

non riusciva a tenersi sufficientemente informata sulla situazione del settore finanziario⁹⁶. Nel marzo 1936 il Governo federale decise di creare una commissione diretta dall'Ufficio di statistica con l'incarico di esaminare i problemi di bilancia dei pagamenti, e alla BNS fu assegnato il compito di investigare sui movimenti di capitali bancari. Occorsero però ben due anni per ottenere la cooperazione delle banche, che rimase comunque parziale, in quanto esse non rilasciarono informazioni sui conti di deposito a custodia⁹⁷. Molti istituti temevano che il Governo imponesse una qualche forma di controllo sui capitali. Nel luglio 1935 il banchiere ginevrino Albert Pictet accompagnò alcuni rappresentanti del *Vorort*, la principale associazione imprenditoriale svizzera (oggi *economiesuisse*), a un incontro con il capo del Dipartimento dell'economia, consigliere federale Hermann Obrecht, nel corso del quale ebbe ad affermare: «Un controllo sui cambi, in qualsivoglia forma, sarebbe disastroso per l'economia svizzera». Obrecht rispose che aveva esaminato la situazione, giungendo parimenti alla conclusione che «i controlli sarebbero la rovina del franco svizzero»⁹⁸. I banchieri furono così rassicurati. Nel giugno 1936 il Governo emanò un'ordinanza – prevedibilmente futile – che comminava sanzioni per le attività speculative contro il franco. Nel novembre 1937 la BNS concluse un nuovo accordo informale con le banche, in base al quale i depositi esteri a vista non avrebbero fruttato interessi e sarebbero stati convertiti in depositi con termine di preavviso di tre mesi, mentre a carico dei depositi vincolati con scadenza inferiore a sei mesi sarebbe stata applicata una commissione dell'1%. Dopo il 1937 e fino allo scoppio della guerra non si registrarono più importanti afflussi, e nel giugno 1939 la cifra stimata dei fondi esteri collocati in Svizzera risultava inferiore a quella del 1937⁹⁹. Nel contempo la BNS aveva incrementato sensibilmente le proprie riserve auree.

1.7 Acquisti e vendite di oro

In Svizzera non esisteva un mercato organizzato dell'oro simile a quello di Londra, ma vi erano centinaia di banchieri, intermediari e gioiellieri che trattavano il metallo. Uno degli obiettivi perseguiti con la creazione della BNS era quello di accentrare le contrattazioni, allo scopo di porre fine alle fluttuazioni di prezzo che perturbavano la circolazione monetaria.

Durante la prima guerra mondiale la BNS temeva una perdita di riserve auree e cercò quindi di limitare l'esportazione di monete. Nel marzo 1915 un

96 BNS, verbale della Direzione generale (1936), 2–4 giugno, n. 584.

97 Cfr. Baumann e Halbeisen (1999).

98 Cfr. Perrenoud et al. (2002), p. 62.

99 Cfr. Jung (2001), pp. 56 seg.

decreto governativo proibì la vendita di monete dell'Unione monetaria latina (UML) a un prezzo superiore al valore facciale, e nel 1918 il divieto di esportazione venne esteso a tutte le monete. La BNS era anche preoccupata per il deflusso di oro verso la Turchia e la Germania sotto forma di vendite di gioielleria massiccia. La Banca nazionale acquistò inoltre ingenti quantità del metallo sia dalla Francia che dalla Germania, soprattutto nel corso del 1916. Fra il 1914 e il 1918 la Svizzera importò grandi quantitativi di monete: per 168,9 milioni di franchi svizzeri dalla Germania, 63,8 milioni dall'Impero austro-ungarico, 31,4 milioni dalla Francia e 7,6 milioni dall'Italia¹⁰⁰. Le riserve ufficiali crebbero da 212 milioni di franchi nel 1914 a 432 milioni nel 1918, e l'indice di copertura metallica delle banconote salì a circa l'80%, ossia il doppio del minimo legale.

Tali acquisti suscitavano questioni politiche, oltre a problemi di stabilità monetaria. Agli inizi del 1916 il consigliere federale Arthur Hoffmann, responsabile degli affari esteri, mise in guardia la Banca nazionale dagli acquisti di oro in Germania: «È prevedibile un inasprimento della guerra economica contro la Germania, nel qual caso i paesi neutrali verranno costretti a ridurre, se non a cessare, gli scambi commerciali con le potenze centrali»¹⁰¹. Verso la fine dello stesso anno, in un rapporto del 3° Dipartimento della BNS si invitava alla cautela negli acquisti di oro dai paesi belligeranti poiché: «Nei tempi difficili dell'immediato dopoguerra un ingente stock di metallo significherebbe per la Svizzera un gravoso immobilizzo di risorse». Il rapporto così si concludeva: «Siamo nella condizione di poter spiegare a entrambi gli schieramenti che abbiamo acquistato metallo monetario al limite delle nostre possibilità, e che più di così non possiamo fare»¹⁰². La Direzione generale suggerì pertanto al Governo di imporre un divieto all'importazione di oro e argento, come avevano già fatto i paesi scandinavi. Durante la guerra giunsero in Svizzera ingenti quantità di monete dalla Germania che recavano spesso i segni di vicende drammatiche. Nel 1918, l'Amministrazione federale delle poste emise un avviso in cui si diceva: «D'ora innanzi la Cassa federale rifiuterà le monete di cinque franchi di origine belga, italiana o francese annerite dal fuoco o dal fumo, oppure macchiate di sangue o altre sostanze [...] i possessori di monete in tali condizioni dovranno provvedere a pulirle o a farle pulire»¹⁰³.

Lo stesso genere di polemica portata avanti dai proto-monetaristi della *Freigeldlehre* (dottrina della libera moneta) durante il conflitto 1914–1918

100 *Annuaire statistique de la Suisse* (vari anni), tabella VIa 1 risp. XI 3; elaborazioni degli autori.

101 BNS, verbale della Direzione generale (1916), 2 marzo, n. 180.

102 BNS, verbale della Direzione generale (1916), 15 dicembre, n. 889.

103 Citato in Weisskopf (1948), p. 150.

ricomparve nel corso della seconda guerra mondiale e, così come nella precedente occasione, le critiche irritarono manifestamente la dirigenza della BNS. Nel luglio 1941, ad esempio, un giornale anonimo destinato ai dipendenti della Posta si soffermava sulla «politica monetaria inflazionistica della nostra Banca nazionale». L'articolo e la sua paternità furono oggetto di discussione in seno alla Direzione generale¹⁰⁴.

Di conseguenza, quando ripresero gli acquisti di oro, la BNS cercò di presentarli come un fattore stabilizzante o antinflazionistico, in quanto andavano ad accrescere le riserve metalliche. L'argomento aveva una certa fondatezza nella misura in cui una parte considerevole delle riserve era bloccata negli Stati Uniti. Ma nella sostanza esso era ovviamente capzioso, visto che gli acquisti di oro aumentavano il volume di franchi in circolazione e contribuivano pertanto alle spinte inflazionistiche. Frattanto la BNS era però divenuta molto sensibile all'accusa di seguire una rotta inflazionistica e cercò di utilizzare l'oro e il mantenimento di un regime di cambio fisso al fine di neutralizzare le critiche in questo senso.

Le operazioni in oro effettuate durante la prima guerra mondiale non diedero adito a dispute al termine del conflitto, malgrado taluni problemi legali concernenti parte dell'oro spedito dalla Germania, e in particolare le monete belghe da cinque franchi dell'UML. Per contro, le transazioni compiute dalla BNS nel corso della seconda guerra mondiale furono sin dall'inizio oggetto di controversia.

Durante il secondo conflitto mondiale la Deutsche Reichsbank vendette oro per 244 milioni di franchi a banche commerciali elvetiche e per altri 1231,1 milioni alla Banca nazionale, ciò che equivale a quasi quattro quinti delle vendite totali di oro della Germania nell'arco del conflitto¹⁰⁵. La BNS acquistò grandi quantità del metallo anche dagli Alleati (668,6 milioni di franchi dal Regno Unito e 1528,7 milioni di franchi dagli Stati Uniti, nonché un importo relativamente modesto dal Canada). Questo oro costituiva parte dello stock bloccato all'estero. Le transazioni servivano, oltre che ad acquistare prodotti elvetiche, a ottenere franchi svizzeri da usare in Europa per scopi spionistici e militari. Gli acquisti di oro erano il riflesso della forte domanda di franchi svizzeri da parte sia degli Alleati che delle forze dell'Asse. I loro effetti monetari erano in entrambi i casi inflazionistici (in quanto aumentavano il circolante) anche se parte dei franchi addizionali immessi sul

104 BNS, verbale della Direzione generale (1941), 13 agosto, n. 598.

105 Se non indicato altrimenti, questa sezione si basa su CIE (1998; 2002a); Grossen (2001); Crettol e Halbeisen (1999).

mercato erano detenuti come riserve presso banche centrali estere, fra cui in particolare il Banco de Portugal. Peraltro, a quel tempo gli analisti (compresi quelli della BNS) non vedevano nella dinamica degli aggregati monetari una causa primaria di inflazione. Altri tipi di operazioni ufficiali con la Germania – specie gli ingenti crediti di compensazione (pari a 1 miliardo di franchi svizzeri nel 1944) – contribuirono anch'essi a generare spinte inflazionistiche in Svizzera.

L'impatto inflazionistico degli acquisti di oro della BNS, sia dagli alleati che dalle potenze dell'Asse, era in parte controbilanciato da operazioni di sterilizzazione – un nuovo strumento, che non era stato né previsto né praticato durante la prima guerra mondiale – con cui la Confederazione comprava oro dalla BNS, assorbendo così la moneta addizionale immessa in circolazione. Inoltre, la BNS adottò altre misure volte a impedire un'espansione inflazionistica dell'offerta di moneta. Anzitutto, cercò di limitare lo scambio di franchi contro dollari stipulando, il 24 settembre 1941, una convenzione con le banche commerciali che separava il mercato dei cambi retto dalla parità aurea («dollari commerciali») da quello dei «dollari finanziari» che sarebbero stati negoziati liberamente, ben al di sotto della parità. Inoltre vennero introdotti contingenti alle esportazioni svizzere pagate in dollari commerciali e il tasso di cambio commerciale fu applicato ai pagamenti per i servizi diplomatici e a fini umanitari (cfr. 2.2.2). Nel tentativo di contenere le vendite di dollari, la BNS adottò anche provvedimenti impietosi. In particolare, fra l'aprile 1942 e il novembre 1943 si rifiutò di acquistare i dollari che le organizzazioni ebraiche negli Stati Uniti intendevano destinare all'assistenza dei rifugiati, e nel novembre 1943 accettò di comprarli soltanto al prezzo di mercato, sensibilmente inferiore al cambio commerciale¹⁰⁶.

Nell'intento di arrestare le perdite di riserve auree detenute in Svizzera, nell'ottobre 1941 la Banca nazionale cercò di centralizzare il mercato dell'oro presso di sé. A quel punto fu anche presa in considerazione l'imposizione di controlli sui cambi, ma l'idea venne scartata. Alla Reichsbank fu invece chiesto di negoziare con la BNS e non con le banche commerciali, dopodiché queste ultime non acquistarono più oro tedesco in Svizzera, anche se continuarono ad effettuare operazioni di entità minore all'estero. La regolamentazione del mercato svizzero dell'oro fu ulteriormente inasprita nel dicembre 1942, allorché il Governo stabilì un prezzo massimo per le monete e i lingotti d'oro, restringendo così le opportunità delle banche di lucrare sul forte rincaro del metallo. Inoltre, da quel momento le

106 Cfr. Picard (1994), p. 384; CIE (2002a), p. 226.

importazioni ed esportazioni di oro vennero assoggettate all'autorizzazione della BNS (cfr. 2.2.2).

La Banca nazionale fu sin dall'inizio ben consapevole dei risvolti politici della questione degli acquisti di oro. Già nell'ottobre 1940 la Direzione generale era a conoscenza delle accuse apparse sui giornali statunitensi che la Svizzera stava aiutando le forze dell'Asse, e discusse con il Dipartimento politico federale (affari esteri) la questione delle possibili ritorsioni degli Alleati. A quell'epoca la BNS sosteneva che, non avendo gli Stati Uniti imposto alcun blocco sui conti tedeschi o italiani, non avrebbero potuto obiettare alle transazioni con la Reichsbank. Al tempo stesso, queste transazioni sembravano offrire una certa protezione da un attacco militare tedesco. Nel novembre 1940 il presidente della Direzione generale Ernst Weber trasmise al consigliere federale Ernst Wetter una lettera del capo del dipartimento economico della BRI, lo svedese Per Jacobsson, in cui si riferiva l'opinione del vicepresidente della Reichsbank Emil Puhl, secondo cui la convertibilità del franco svizzero costituiva un buon motivo per rispettare l'integrità della Svizzera. In quei momenti, uno dei fattori alla base della strategia della BNS pare effettivamente essere stata la convinzione che il mercato finanziario elvetico offrisse un mezzo di dissuasione nei confronti di eventuali piani tedeschi di intervento militare contro la Svizzera. Insomma, con l'offerta di servizi finanziari si pensava di poter «comprare» la rinuncia a un attacco da parte della Germania.

Il problema principale nelle operazioni della Banca nazionale con la Germania del periodo bellico risiede nella dubbia legittimità del titolo di acquisto della proprietà di buona parte dell'oro in possesso della Reichsbank. Di fatto, la quantità di metallo venduto fu sensibilmente superiore alle disponibilità tedesche prebelliche. La cifra pubblicata dalla Reichsbank per il valore delle riserve auree alla vigilia della guerra era di soli 124 milioni di franchi svizzeri, benché a giudizio degli osservatori informati l'ammontare effettivo fosse decisamente più elevato. A ciò si sommavano riserve tacite per ulteriori 358 milioni di franchi, nonché l'oro delle banche centrali austriaca e cecoslovacca che la Reichsbank aveva acquisito poco prima o immediatamente dopo l'annessione di questi due paesi. Una stima realistica degli averi in oro detenuti dalla Reichsbank nel settembre 1939 (compresi quelli di origine austriaca e cecoslovacca) è di circa 1125 milioni di franchi svizzeri, un importo quindi sostanzialmente più basso delle vendite alla Svizzera.

Nel corso della guerra la Germania effettuò anche acquisti di oro (soprattutto dall'Unione Sovietica), ma essi non furono molto rilevanti. Su una base puramente aritmetica, senza indagare sui particolari del percorso seguito da certe quantità del metallo, una parte dell'oro venduto durante il conflitto non

può che essere stato acquisito attraverso l'espropriazione delle riserve di altre banche centrali, in particolare del Belgio, dei Paesi Bassi e del Lussemburgo. Un'altra parte derivò dalla depredazione di beni individuali: le autorità del Piano quadriennale, che sovrintendevano a un severissimo sistema di controlli monetari e valutari, acquisirono oro per il valore di 311 milioni di franchi svizzeri. L'oro carpito alle vittime dell'olocausto nell'Europa orientale e consegnato alla Reichsbank mediante 76 spedizioni distinte organizzate dall'*SS-Hauptsturmbannführer* Bruno Melmer ammontò a 2577 chilogrammi di fino (per un valore di 12,5 milioni di franchi svizzeri), di cui 119 chilogrammi furono venduti alla BNS in forma di lingotti.

Nella seconda metà del 1940, mentre Jacobsson, Weber e Wetter stavano valutando le implicazioni politiche delle transazioni in oro, la BNS ebbe le prime indicazioni delle depredazioni tedesche di oro nei paesi occupati a danno di persone, nonché delle banche centrali. La prova che l'oro tedesco era stato rubato fu in seguito riportata da giornali svizzeri, segnatamente in un articolo della *Neue Zürcher Zeitung* dell'agosto 1942¹⁰⁷. Nel rapporto presentato al Consiglio federale il 16 maggio 1946, la BNS affermò tuttavia che soltanto nel gennaio 1943 le erano pervenute segnalazioni dagli Alleati secondo cui l'oro venduto dalla Germania ai paesi neutrali poteva essere rubato. Ma ciò non corrispondeva al vero, poiché vi erano già stati avvertimenti in precedenza, anche se meno formali. La documentazione più esplicita, corredata di particolari sulla travagliata storia delle riserve auree della Banca del Belgio, fu quella presentata dal governatore della Banque de France Yves de Boisanger nell'estate 1943, in cui si avvisava che l'oro belga rubato era stato trasferito a Berlino e veniva impiegato per transazioni internazionali. Di fatto, de Boisanger aveva avuto un ruolo centrale nel trasferimento dell'oro belga a Berlino, che era stato affidato alla Francia allo scoppio delle ostilità, spedito da Bordeaux a Dakar e quindi ricondotto in Francia attraverso il Sahara. Il governatore della Banque de France allora in carica si era rifiutato di consegnarlo ai tedeschi senza il consenso belga. Egli era quindi stato destituito dal Governo Vichy e rimpiazzato con il più compiacente de Boisanger.

Gli avvertimenti del 1943 innescarono una nuova tornata di discussioni fra i vertici della Banca nazionale e le autorità politiche, in particolare in seno all'organo di vigilanza della BNS, il Comitato di banca (sedute del 22–23 luglio e del 26–27 agosto 1943). Nelle riunioni del Comitato emerse una marcata divergenza di opinioni fra il presidente della Direzione generale Ernst Weber, il quale sosteneva che l'aderenza al tallone aureo imponeva l'acquisto

107 Cfr. Wolff (1942).

di oro da altri paesi, e il presidente del Consiglio e del Comitato di banca, Gottlieb Bachmann, predecessore di Weber alla carica di presidente della BNS fra il 1925 e il 1939, che sottolineava la dimensione politica del problema e ricordava come durante la prima guerra mondiale la Svezia e i Paesi Bassi avessero rifiutato di acquistare oro, adducendo la motivazione tecnica che ciò avrebbe causato un'eccessiva espansione del credito.

Weber adottò tuttavia una posizione assai diversa. Egli spiegò al Comitato di banca che «non possiamo pensare che acquistando l'oro della Reichsbank facciamo qualcosa di sbagliato. Siamo invece convinti che si possa acquistare oro dalla Germania nelle stesse quantità del passato per soddisfare la domanda tedesca di franchi svizzeri. Un approccio alternativo potrebbe equivalere ad ammettere che allora eravamo in errore»¹⁰⁸. Durante il dibattito in seno al Consiglio di banca, un membro della Direzione generale affermò che la BNS non era stata messa a conoscenza di furti commessi dai tedeschi e che comunque il diritto internazionale permetteva alle autorità occupanti di effettuare requisizioni di oro. Alla base dell'approccio di Weber vi era il timore di essere chiamato alla restituzione di beni ricettati. Nell'estate 1943, quando l'inconfutabile evidenza delle depredazioni naziste, oltre che l'entità stessa delle transazioni, sembrava chiaramente indicare che la BNS aveva già acquistato metallo di provenienza illegale, la principale ragione che indusse a proseguire le problematiche transazioni fu l'idea che una loro cessazione, o anche soltanto il chiedere alla Germania un'assicurazione ufficiale che l'oro offerto in vendita non era frutto di appropriazione illecita, avrebbe messo in dubbio la «buona fede» della Banca nazionale, esponendola pertanto alle pretese di coloro che erano stati privati dell'oro, in forza delle disposizioni del diritto civile elvetico (gli articoli 2, 3, 714 e 934 del Codice civile fornirono poi la base della legislazione postbellica sulla restituzione di averi trafugati). Così, la reiterata professione di buona fede da parte della Banca nazionale in ordine alle operazioni con i finanziari nazisti si rivelò essere una terribile trappola. Insomma, la Direzione generale si convinse che per non smentire la motivazione che legittimava le operazioni iniziali avrebbe dovuto continuare ad accettare l'oro tedesco, e così fece, nonostante le sempre più forti pressioni degli Alleati, fino agli ultimi giorni dell'aprile 1945.

Una singolare conseguenza della convinzione di doversi attenere all'argomento della «buona fede» fu il fatto che la BNS non discusse le operazioni in questione con il Consiglio federale, e in seguito esponenti governativi negarono di essere mai stati dovutamente informati sui contatti della Banca

¹⁰⁸ BNS, verbale del Comitato di banca (1943), 23 luglio, p. 182.

nazionale e sui suoi timori riguardo agli acquisti¹⁰⁹. Fu soltanto il 9 ottobre 1943 che la Direzione generale scrisse al consigliere federale Wetter dicendo che «da vari anni la Reichsbank di tanto in tanto vende oro alla BNS in forma di lingotti e di monete [...] la Banca nazionale può e deve presumere che l'oro offertole da una banca centrale straniera è stato acquisito in maniera lecita»¹¹⁰. Dopo la guerra il capo negoziatore del Dipartimento federale degli affari esteri, Robert Kohli, giunse alla conclusione che la BNS «badava forse un po' troppo alla sua autonomia»¹¹¹.

1.8 Il credito di ultima istanza

Le banche centrali del secolo diciannovesimo, segnatamente la Bank of England e la Banque de France, erano spesso considerate depositarie della funzione di prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*). In particolare, i teorici che avevano elaborato la dottrina degli effetti cambiari reali ritenevano tale compito una sorta di corollario della loro filosofia monetaria, nel senso che la banca centrale era tenuta ad assicurare che vi fosse costantemente un mercato degli effetti commerciali. Di fatto, le banche centrali intervenivano talvolta per salvare istituzioni con problemi di liquidità, ma erano alquanto restie a sancire tale funzione come dovere istituzionale. In effetti, la più illustre esposizione della teoria del *lender of last resort*, l'opera di Walter Bagehot *Lombard Street*, fu in parte occasionata dalla risposta della Bank of England a un articolo scritto dallo stesso Bagehot per *The Economist*, in cui lodava la banca centrale britannica per la sua nuova filosofia. Uno dei dirigenti della banca reagì con toni di irritata protesta, al che Bagehot concluse che «il pubblico ha il diritto di sapere se la Bank of England – la detentrica ultima delle nostre riserve bancarie – riconosce come proprio questo compito ed è pronta ad assolverlo. Ma ora ciò è tutt'altro che certo»¹¹². Lo storico della Bank of England Richard Sayers ha scritto: «Pur non escludendo assolutamente la possibilità di prestare soccorso qualora dovesse verificarsi una crisi, la Banca cercò, tenendosi a distanza da gran parte delle operazioni correnti, di sottrarsi a una tale evenienza. Il risultato non fu edificante»¹¹³. La Banque de France, che aveva salvato alcune banche durante la Monarchia di Luglio, sotto l'Impero di Napoleone III era sollecitata da forti pressioni politiche ad

109 In due occasioni, nel settembre 1942 e nel luglio 1943, negli atti della BNS figurano dichiarazioni secondo cui il Governo era stato informato sulla politica dell'oro della BNS: CIE (2002a), p. 202.

110 Ristampato in: Documents diplomatiques suisses 1848–1945 (1992), pp. 36, 40.

111 Citato in Maissen (2001), p. 298.

112 Cfr. Bagehot (1873), p. 165.

113 Cfr. Sayers (1976), vol. I, p. 2.

essere più attiva a questo riguardo¹¹⁴, ma nel 1882 fu ben lieta di lasciar fallire in modo spettacolare l'Union Générale, ricevendo il plauso di molti economisti per aver permesso che le crisi espletassero la loro funzione di purgare l'economia dagli eccessi speculativi. Clément Juglar, il teorico del ciclo congiunturale, così scriveva nel 1884: «Una crisi, per una nazione, è l'evento che si rende necessario per ristabilire un equilibrio spezzato a causa degli eccessi»¹¹⁵. La Reichsbank fu più esplicita a proposito della sua missione stabilizzatrice. In un libro commemorativo realizzato nel 1900 si affermava: «La Reichsbank è il sostegno ultimo del mercato interno tedesco»¹¹⁶. La legge statunitense del 1914 sulla Federal Reserve menzionava espressamente che il fine della banca centrale era di «assecondare i bisogni del commercio e degli affari» (*accommodating commerce and business*).

Considerati i rischi che comportava un'adesione troppo esplicita della dottrina del prestatore di ultima istanza, non sorprende che nella legge istitutiva della Banca nazionale non vi fosse alcun riferimento a obblighi di questo genere. In effetti la legge, se da un lato specificava che la BNS avrebbe potuto scontare effetti con scadenza fino a tre mesi, dall'altro si asteneva chiaramente dallo statuire un dovere in tal senso (per analogia si potrebbe argomentare che non vi era alcuna prescrizione legale che imponesse alla BNS di acquistare oro da un'altra banca centrale). Nondimeno, in occasione della prima Assemblea generale della Banca nazionale, il rappresentante del Governo, il consigliere federale Robert Comtesse, espresse chiaramente la sua visione circa le responsabilità della Banca, sottolineando il ruolo speciale spettante a un istituto di emissione unico che si sostituiva agli «interessi peculiari» delle ex banche di emissione e che sarebbe stato «dotato dei poteri necessari per essere sempre in grado di conoscere e valutare correttamente i bisogni del mercato [...] e costituire al tempo stesso una riserva idonea a fronteggiare ogni eventualità»¹¹⁷. Che cosa si doveva intendere per «ogni eventualità»? Fra il 1906 e il 1914 fallì un numero considerevole (83) di banche, con perdite di capitale per 53,5 milioni di franchi e perdite a carico dei creditori per circa 59 milioni. Ma non vi fu la percezione di un rischio sistemico, essendovi ampio consenso sul fatto che i fallimenti erano imputabili a cattiva gestione, frode o controllo inadeguato da parte dei consigli d'amministrazione. In occasione di una delle crisi più generalizzate, verificatasi in Ticino nel 1914, la BNS cercò inizialmente di soccorrere la Banca Popolare Ticinese con un'anticipazione di

114 Cfr. Plessis (1982).

115 Cfr. Bouvier (1960), p. 282.

116 Deutsche Reichsbank (1910), p. 41.

117 BNS (1932), p. 29.

1,5 milioni di franchi garantita da titoli ipotecari, ma l'operazione non bastò a salvare l'istituto¹¹⁸.

Il mandato generale della Banca nazionale di assicurare il buon andamento del commercio era inteso anche come dovere di sensibilità verso i settori economici alle prese con difficoltà straordinarie o di natura speciale. In tali circostanze la BNS avrebbe potuto allentare i criteri normalmente applicati per lo sconto di effetti. Così nel 1914, pochi giorni dopo lo scoppio della guerra, essa acconsentì a scontare cambiali della Tavannes Watch Company per 150 000–200 000 franchi al fine di preservare 800 posti di lavoro¹¹⁹. Anticipazioni straordinarie vennero concesse ad altre industrie messe improvvisamente in crisi dalla prima guerra mondiale, fra cui il settore alberghiero dei Grigioni e l'industria casearia alpina. Nel 1916 la BNS riscontò effetti per venire in aiuto alla Basel Hypothekenbank, un istituto operante quasi esclusivamente sul mercato tedesco che era stato duramente colpito dal crollo del marco¹²⁰.

La disponibilità a concedere credito in circostanze straordinarie divenne ben presto oggetto di dibattito politico. La problematica svizzera differiva in modo sostanziale da quella analizzata da Bagehot. Infatti, l'economista britannico auspicava che in situazione di crisi la banca centrale scontasse effetti interni, mentre in Svizzera le istituzioni finanziarie possedevano poche attività di questo tipo, cosicché gli interventi di stabilizzazione comportavano l'utilizzo di effetti esteri e di altri valori in possesso delle imprese e delle banche nazionali. Durante la prima guerra mondiale il problema ebbe anche risvolti di politica internazionale. Ci si domandava ad esempio se fosse opportuna l'erogazione di credito ai belligeranti qualora ciò avesse contribuito a salvaguardare posti di lavoro svizzeri. Nel 1916 il presidente del Consiglio di banca, Hirter, si espresse in favore di un credito alla Germania basandosi sull'argomento che «qualora la Banca nazionale si fosse rifiutata di partecipare all'operazione di credito, e le trattative fossero quindi fallite, essa sarebbe stata chiamata a rispondere delle conseguenze economiche». D'altra parte, come fece notare Rodolphe de Haller del 2° Dipartimento, la Svizzera dipendeva economicamente più dalle potenze dell'Intesa che non dalla Germania e i suoi alleati, e che la Francia o la Gran Bretagna avrebbero potuto congelare gli averi svizzeri a Parigi o Londra¹²¹.

118 Cfr. Wetter (1918), in particolare le pp. 2 e 143.

119 BNS, verbale della Direzione generale (1914), 8 agosto, n. 786.

120 BNS, verbale della Direzione generale (1916), 27 luglio, n. 527.

121 BNS, verbale della Direzione generale (1916), 31 agosto, n. 625.

Al termine della guerra la BNS risultava aver concesso crediti per 282 milioni di franchi all'Intesa e per 243 milioni alla Germania. Nel gennaio 1919 essa deliberò di non accordare più prestiti ai paesi dell'Intesa¹²². Una dottrina formulata in modo inadeguato ebbe così come strana conseguenza il fatto che la BNS si sentisse in dovere di erogare credito non soltanto a imprese elvetiche, ma anche a governi esteri allorché ciò appariva propizio alle esigenze dell'economia.

Nel periodo fra le due guerre emerse un maggior numero di problemi specifici inerenti al sistema finanziario. Nel 1920 lo Schweizerische Bodenkreditanstalt, le cui attività erano in larga parte costituite da crediti ipotecari tedeschi, incontrò difficoltà nell'assicurare il servizio delle proprie obbligazioni, e richiese un credito di sconto dell'importo di 5,5–6 milioni di franchi per rimborsare i titoli in scadenza. Gli effetti che la banca poteva presentare allo sconto non erano certo cambiali commerciali conformi ai criteri di Kundert, ma la BNS accondiscese ugualmente alla richiesta¹²³.

La questione della stabilità sistemica si pose in modo assai brusco in seguito alla grave crisi finanziaria dell'Europa centrale dell'estate 1931, che danneggiò molte banche svizzere con esposizioni creditorie verso Austria, Ungheria e Germania. Lo scoppio della generale crisi finanziaria centro-europea, innescata dal fallimento della Creditanstalt austriaca nel maggio 1931 e della banca tedesca Danat nel luglio successivo, causò anche alle banche elvetiche seri problemi di liquidità. In alcuni casi le perdite sugli investimenti esteri condussero allo stato di insolvenza. Si può stimare che nel luglio 1931, all'indomani della crisi tedesca, la Svizzera detenesse il 13% delle passività a breve della Germania. Il presidente della Direzione generale Bachmann stimava che un ammontare compreso fra 750 000 e 1 milione di franchi fosse stato prestato alla Germania da istituti elvetici. La fonte di questi dati era tuttavia la Reichsbank, a sua volta informata solo in modo imperfetto. Una quota importante degli impieghi bancari era ormai congelata o sottoposta a stringenti controlli valutari. A fine 1931 i crediti verso residenti tedeschi rappresentavano il 23% del totale di bilancio del Credito Svizzero; per l'Unione di Banche Svizzere la percentuale corrispondente nel settembre 1931 era il 20%; quella relativa alla Società di Banca Svizzera, sempre nel settembre 1931, il 19%¹²⁴. Nel 1932 la metà delle attività sull'estero del Credito Svizzero era nei confronti della Germania. La situazione rimase problematica durante tutti gli

122 BNS, verbale della Direzione generale (1919), 9 gennaio, n. 37.

123 BNS, verbale della Direzione generale (1920), 8 luglio, n. 596.

124 Perrenoud et al. (2002), pp. 205 segg.; CIE (2002b), p. 256.

anni trenta, ma fu soltanto nel 1935 che la BNS iniziò a raccogliere dati sull'esposizione verso l'estero del sistema finanziario svizzero¹²⁵. A fine 1934 la quota dei crediti congelati sul totale di bilancio era pari al 12,5% per la Società di Banca Svizzera, al 17,4% per il Credito Svizzero e al 19,5% per l'Unione di Banche Svizzere. Una parte rilevante di tali crediti era verso mutuatari tedeschi¹²⁶.

Come si è visto, i problemi bancari fecero la loro comparsa in Svizzera già nel 1931, all'epoca della grande crisi dell'Europa centrale, e per buona parte del decennio la situazione delle istituzioni creditizie andò deteriorandosi. I bilanci delle otto maggiori banche elvetiche si dimezzarono fra il 1929 e il 1938 e fecero segnare perdite pari al 7% del totale delle attività¹²⁷. L'unica grande banca franco-svizzera, il Comptoir d'Escompte Genevois, era fortemente esposta verso i paesi centro-europei. Per soccorrere l'istituto la BNS dovette apprestare una linea di credito straordinaria di 9 milioni di franchi, combinata a un sindacato di garanzia organizzato *ad hoc*¹²⁸, cui si aggiunse un contributo speciale di 20 milioni della Confederazione. Nel fare appello alla solidarietà delle banche svizzere in sostegno dell'azione, la BNS ricordò che tutte le istituzioni elvetiche erano vulnerabili a causa delle loro attività illiquide sull'estero e che la chiusura di una banca avrebbe generato panico, attirando l'attenzione sulle condizioni precarie dell'intero sistema finanziario. Come spiegò la Direzione generale della BNS in occasione di una riunione di banchieri convocata appositamente nell'agosto 1931, la situazione richiedeva «una certa comunanza di intenti e solidarietà». Il presidente Bachmann annunciò inoltre che la BNS avrebbe allentato i requisiti per lo sconto di effetti¹²⁹. Tuttavia, l'operazione, culminata con la fusione con l'Union Financière e la creazione di una nuova Banque d'Escompte, fallì a causa soprattutto dell'ostilità del Governo cantonale socialista di Ginevra nei confronti di un salvataggio con il sostegno pubblico (o, come si disse, «una socializzazione delle perdite») e nel 1934 la banca venne posta in liquidazione.

La Banca Popolare Svizzera subì una corsa agli sportelli nel settembre 1931, dopo la svalutazione britannica, innescata dai timori dei numerosi piccoli depositanti per l'entità della sua esposizione verso la Germania e l'Europa centrale. La banca poté sopravvivere grazie a un'iniezione di liquidità per 100 milioni di franchi ad opera del Governo federale e a due drastiche

125 Cfr. Halbeisen (1998), p. 65.

126 Cfr. Perrenoud et al. (2002), p. 81.

127 Cfr. Halbeisen (1998), p. 67.

128 BNS, verbale della Direzione generale (1931), 5 ottobre, n. 804.

129 BNS, Bankenkonferenz (1931); cfr. citazione in Baumann (2004), p. 98.

riduzioni di capitale. Anche in questo caso la BNS accordò un credito e si impegnò nell'azione di risanamento destinando uno dei propri quadri superiori, Alfred Hirs, a guidare l'istituzione in luogo della vecchia direzione¹³⁰.

In quest'attività di salvataggio la Banca nazionale si astenne da interventi troppo vistosi. L'opinione condivisa dalla Direzione generale e dal Governo era che l'istituto di emissione non dovesse farsi trascinare in una crisi del sistema bancario. Il consigliere federale Jean-Marie Musy, che in passato era stato fortemente critico nei confronti della Banca nazionale, così si esprimeva all'indomani della crisi bancaria tedesca del 1931 che aveva paralizzato la Reichsbank: «La BNS non deve lasciarsi coinvolgere nell'immobilizzazione di altre imprese»¹³¹. La BNS argomentò che in tali circostanze veniva ad accrescersi il dovere di assistenza dello Stato. La soluzione più ovvia consisteva nel creare una nuova istituzione per affrontare il problema delle banche dissestate, sulla falsariga della US National Credit Corporation e dell'Akzept- und Garantiebank istituita in Germania nel 1931. Il nome Cassa di prestiti della Confederazione ricordava l'istituzione fondata nel 1914 e liquidata dieci anni dopo. Tuttavia, a differenza della Cassa del 1914, la nuova istituzione non avrebbe erogato credito contro la garanzia di attività svizzere, bensì a fronte di attività estere non realizzabili. Inoltre, essa non sarebbe stata finanziata interamente dallo Stato, poiché dei 100 milioni del fondo di garanzia 75 milioni sarebbero provenuti dalla Confederazione e il resto dal settore bancario. Il suo potenziale d'azione era tuttavia maggiore, in quanto poteva scontare effetti presso la BNS, partecipando così alla funzione di prestatore di ultima istanza.

All'accresciuto sostegno finanziario si accompagnava la richiesta di un rafforzamento del controllo e della supervisione sull'attività bancaria. All'indomani della crisi tedesca del 1931, il Dipartimento federale delle finanze suggerì la creazione di un'autorità di vigilanza bancaria. La BNS propose una soluzione assai più modesta, che prevedeva un «più stretto contatto» fra le banche private e la banca centrale, facendo rilevare come gli istituti cantonali fossero già soggetti a una forma di controllo pubblico. Le banche avrebbero dovuto sottoporre rendiconti mensili, da pubblicare in forma aggregata nel bollettino mensile della BNS, la quale avrebbe avuto inoltre la facoltà di richiedere informazioni addizionali. La BNS così argomentava: «Appare chiaro che l'interesse del pubblico per le nostre maggiori banche è tale per cui non si può permettere a un istituto del genere di fallire»¹³².

130 Cfr. Baumann (2004).

131 Cfr. citazione in Baumann (2004), p. 99.

132 BNS, verbale della Direzione generale (1931), 27 agosto, n. 689.

Il dibattito sul controllo bancario sfociò nella legge sulle banche del 1934 che, pur prescrivendo una procedura di revisione per le banche, evitava ogni ampliamento sostanziale della vigilanza e della regolamentazione. Il principale artefice della norma, Paul Rossy, il quale era stato temporaneamente distaccato dalla BNS presso la Confederazione e che in seguito divenne vicepresidente della Direzione generale, spiegò che la legge non aveva alcun carattere statalista e lasciava alle banche tutta la flessibilità e tutte le opportunità di sviluppo e di adattamento a un mondo economico in costante evoluzione¹³³. Comunque, le nuove disposizioni non risolvevano il problema delle pressioni esercitate sulla Banca nazionale affinché apprestasse operazioni di salvataggio in favore di settori economici in difficoltà (cfr. 10.4.2), una prassi seguita allora da altre banche centrali (la Bank of England, ad esempio, durante la depressione profuse grandi energie nell'organizzazione di un piano di sostegno coordinato dell'industria tessile del Lancashire). Nella tarda estate 1936, alla vigilia della svalutazione, di fronte a un'economia generalmente depressa e ad una crescente radicalizzazione politica, la BNS acconsentì all'applicazione di criteri più permissivi nello sconto dei buoni emessi dai Cantoni e dai Comuni, a condizione che questi avessero una situazione finanziaria sana con bilanci in pareggio¹³⁴. L'intento era quello di fornire un certo sostegno all'industria delle costruzioni.

1.9 Politica di stabilizzazione

1.9.1 Introduzione

Di fatto è difficile separare in modo netto il dibattito sulla funzione di prestatore di ultima istanza dall'esigenza (opportunità) che la banca centrale non si limiti a orientare la propria politica sulla prevenzione delle crisi finanziarie, ma agisca anche nel senso di una più generale stabilizzazione macroeconomica. In effetti, nella concitata atmosfera politica del primo dopoguerra, la BNS così spiegava la rapida riduzione del tasso di sconto: «Ciò è avvenuto, come è stato più volte sottolineato, nell'interesse del commercio e dell'industria, anzi nell'interesse dell'intera economia nazionale severamente colpita dalla crisi. Non soltanto gli ambienti economici interessati ci hanno ripetutamente incitati a muovere in questa direzione, ma persino la massima autorità del Paese ha voluto esternare la sua posizione alla Banca nazionale»¹³⁵. Quest'ultima si mostrava alquanto fiera della sua politica accomodante.

133 Cfr. Rossy e Reimann (1936); Perrenoud et al. (2002), p. 111.

134 BNS, verbale della Direzione generale (1936), 3 settembre, n. 943.

135 BNS, Kritik an BNS (1924).

Negli anni trenta la BNS oppose una ben maggiore resistenza a tale genere di pressioni, in parte a causa del retaggio lasciato dall'era dell'inflazione, che aveva fortemente contribuito all'elevato livello di politicizzazione delle questioni monetarie, e in parte perché essa era consapevole di una certa conflittualità fra la stabilizzazione interna e il mantenimento del regime di cambio. In particolare, la BNS nutriva molte riserve nei confronti delle richieste di espansione del credito. Agli inizi del 1936 la Direzione generale discusse la possibilità di impiegare gli acquisti di titoli sul mercato aperto come mezzo per espandere il credito, concludendo però che tali acquisti sarebbero stati contrari alla legge sulla Banca nazionale, la quale consentiva soltanto un collocamento «temporaneo» di fondi in titoli di debito. «Non si contesta che in talune circostanze un'espansione creditizia possa avere certi effetti benefici. Ma non è per nulla sicuro che questi effetti si materializzino. La Direzione generale tende piuttosto a ritenere che al massimo ne conseguirebbe un'accelerazione congiunturale illusoria, incapace di trasformarsi in autentica ripresa [...] va infine ricordato il pericolo maggiore insito in un'espansione del credito: l'inflazione»¹³⁶. Di conseguenza, la BNS abbandonò decisamente l'idea che dovesse assumersi la responsabilità di attuare una politica di generale stabilizzazione dell'economia depressa degli anni trenta.

1.9.2 Valutazione in base a una regola di Taylor moderna

Il metodo di Taylor¹³⁷, il quale applicò la sua regola retrospettivamente alla storia monetaria degli Stati Uniti¹³⁸, può essere impiegato come strumento per valutare quantitativamente la politica della Banca nazionale nei suoi primi anni di esistenza. Taylor affermò che si sarebbe potuta utilizzare una semplice relazione quantitativa fra lo strumento di politica a breve, da un lato, e lo scostamento del PIL reale dal suo valore tendenziale (*output gap*) e dell'inflazione da un dato livello di obiettivo (*price gap*), dall'altro, per valutare la politica monetaria nelle diverse epoche storiche. Egli dimostrò che questa regola poteva essere derivata semplicemente dalla teoria quantitativa della moneta ed essere applicata a regimi assai disparati, che andavano dal tallone aureo classico, in cui la banca centrale si muove secondo precise regole del gioco, fino alle politiche di stampo anticiclico (*leaning against the wind*) degli anni cinquanta e sessanta e alle attuali strategie basate su obiettivi di inflazione impliciti o espliciti.

136 BNS, verbale del Comitato di banca (1936), 4 febbraio, pp. 65 seg.

137 Cfr. Taylor (1999).

138 Cfr. Taylor (1993).

Figura 1.12a
Tasso di interesse secondo la regola di Taylor e tasso di sconto; 1914–1945

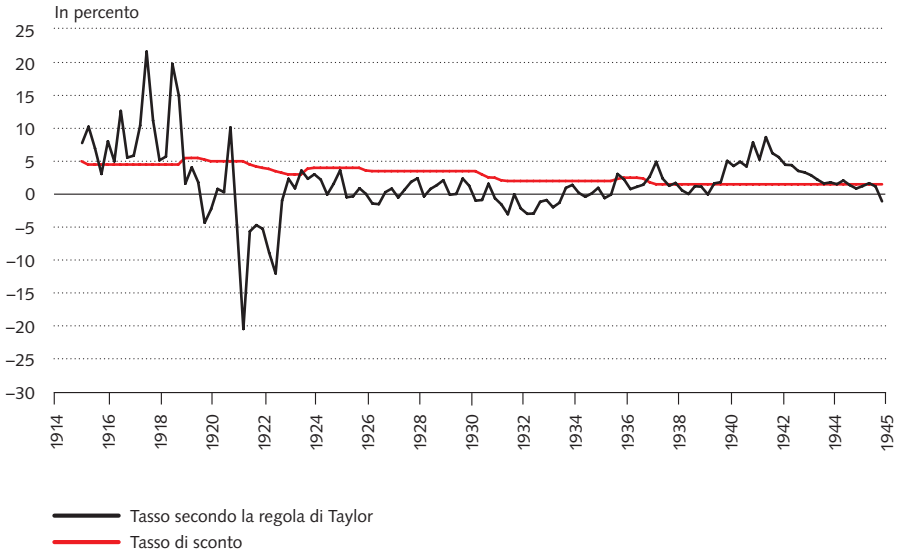
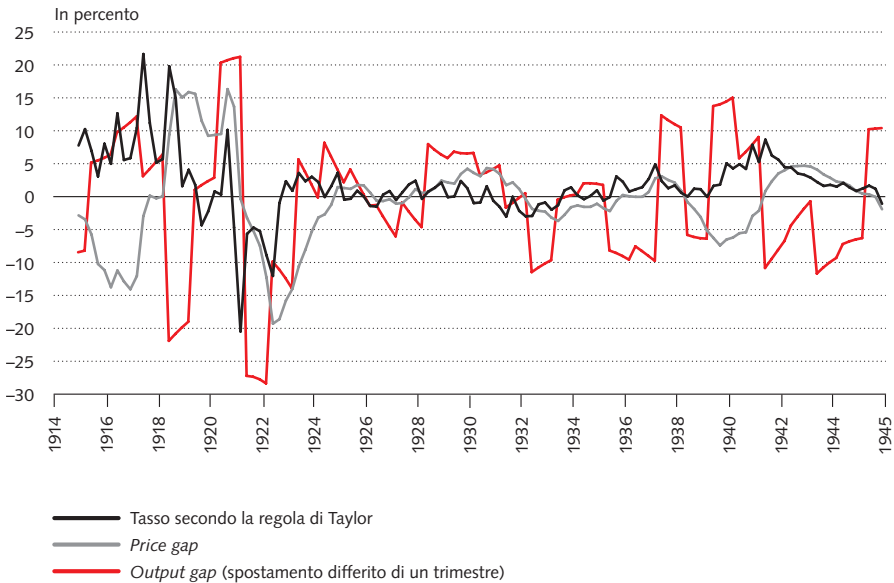


Figura 1.12b
Componenti del tasso di interesse secondo la regola di Taylor; 1914–1945



Fonti: BNS (1944); BNS, *Bulletin mensuel* (1943, 1944, 1945); Statistique historique de la Suisse (1996); elaborazioni degli autori.

I grafici 1.12a e 1.12b pongono a raffronto i tassi di interesse derivati da un'applicazione retrospettiva della regola di Taylor alla Svizzera del periodo 1914–1945, impiegando una regola calcolata dalla BNS per gli anni 1980–2004, con i corrispondenti tassi di interesse effettivi¹³⁹.

Come emerge chiaramente da questi grafici, la politica della BNS fu in generale troppo espansiva durante la prima guerra mondiale e troppo restrittiva in seguito, fin quasi alla vigilia del secondo conflitto, quando ritornò ad essere troppo espansiva. La figura 1.12b mostra inoltre come l'alto livello del tasso secondo la regola di Taylor durante la prima guerra mondiale, il livello basso dopo il conflitto e il ritorno a un livello elevato verso la fine degli anni trenta rispecchi forti shock in termini sia di inflazione/deflazione sia di prodotto reale. Ciò sta a indicare che per gran parte del periodo anteriore alla seconda guerra mondiale la politica monetaria non fu orientata in funzione dell'inflazione o della stabilità del prodotto. La principale eccezione è rappresentata dal periodo del tallone aureo, che evidenzia oscillazioni assai più contenute del tasso desunto dalla regola di Taylor. Nondimeno, il fatto che durante gran parte di questo periodo esso sia inferiore al saggio ufficiale di sconto rivela una tendenza eccessivamente restrittiva della politica monetaria.

1.10 L'ordinamento monetario postbellico

In quanto nazione neutrale, la Svizzera non partecipò alla conferenza monetaria delle Nazioni Unite (denominazione della coalizione alleata) indetta nel 1944 a Bretton Woods, che disegnò l'architettura istituzionale dell'ordinamento monetario postbellico. Le autorità elvetiche guardavano con una certa diffidenza all'esito della conferenza. Un rapporto confidenziale del giornalista della *Neue Zürcher Zeitung* Walter Bosshard, trasmesso al Governo nell'agosto 1944, riferiva l'opinione di un rappresentante della Bank of England, secondo cui «la Svizzera non accetterà mai le proposte di Bretton Woods poiché contemplano talune condizioni che sono troppo in contrasto con le nostre tradizioni economiche e finanziarie»¹⁴⁰. In particolare, la filosofia sottostante al sistema di Bretton Woods, che prevedeva la liberalizzazione delle transazioni correnti, ma una limitazione e regolamentazione permanente dei movimenti di capitali, era estranea alla visione che si era andata affermando in Svizzera negli anni fra le due guerre. Quando il Governo elvetico scartò infine la prospettiva di collaborare con le istituzioni di Bretton Woods, esso basò la propria decisione sulla necessità di evitare pubblicazioni

139 Cfr. Appendice II.

140 Bericht Bretton Woods (1944).

di dati che avrebbero potuto ledere la concezione svizzera dei diritti di proprietà e che erano quindi incompatibili con l'ordine pubblico, nonché sul timore più concreto e immediato che il Fondo monetario internazionale (FMI) sarebbe stato utilizzato per dichiarare il franco svizzero, allora convertibile, *scarce currency*, nei cui confronti i membri avrebbero potuto adottare sanzioni restrittive. I requisiti di informativa imposti dall'FMI venivano visti come un tentativo americano di «spionaggio economico»¹⁴¹. Ad ogni modo, il rapporto di Bosshard terminava con una nota di scetticismo sulla possibilità che gli accordi di Bretton Woods fossero effettivamente attuati, date le divergenze fra Gran Bretagna e Stati Uniti e l'ostilità degli ambienti bancari newyorchesi. Veniva invece ritenuta più probabile una cooperazione economica e monetaria su base regionale.

Bosshard avrebbe voluto che la Svizzera si impegnasse maggiormente per partecipare al nuovo assetto istituzionale internazionale che si andava delineando ed era sbalordito che non si fosse colta l'opportunità per inviare un osservatore a Bretton Woods. Egli era tuttavia anche ben consapevole di come l'ostilità mostrata dalle autorità statunitensi – in particolare dal Tesoro – nei confronti della Svizzera in seguito alle vicende del periodo bellico avesse esacerbato gli animi nel Paese a riguardo della cooperazione internazionale. Ma le critiche non provenivano solo dagli americani. Bosshard riferiva anche di una conversazione con alti funzionari britannici in cui venivano così dipinti i vertici della BNS: «Mi è stato detto che alla Banca nazionale regna un'incredibile mancanza di progettualità, che a Londra suscita riprovazione anche se non sorprende più nessuno. I vecchi signori della Direzione generale vivono con le loro idee ancora nel secolo scorso e spesso non sanno neppure cosa vogliono. Se queste persone dovessero rimanere al timone a guerra finita, Londra sarebbe decisa ad adottare una diversa e più dura politica nei confronti della Svizzera»¹⁴².

Le controversie con gli Alleati del 1943 e 1944 sulle operazioni in oro influenzarono senz'altro l'atteggiamento della BNS nel primo dopoguerra, allorché il carattere problematico degli acquisti di oro divenne il principale oggetto di negoziazione con gli Alleati, e in particolare nel corso delle trattative sull'Accordo di Washington. Furono avanzati due possibili argomenti difensivi. Il primo era che tali acquisti erano stati un'esigenza imposta dalla neutralità (argomento altrettanto poco convincente quanto quello contrario, talvolta addotto dagli Alleati, secondo cui essi costituivano una violazione

141 Cfr. Tanner (2003).

142 Bericht Bretton Woods (1944).

della neutralità). Di fatto, lo status di neutralità non imponeva né proibiva gli acquisti; li permetteva e nient'altro. Il secondo argomento – ossia che la BNS non aveva alcun motivo di credere che l'oro non facesse parte delle riserve tedesche anteguerra – era alquanto debole e venne contraddetto dall'interrogatorio del vicepresidente della Reichsbank Puhl, il quale sostenne che la Direzione generale della BNS era stata al corrente della questione belga. La posizione della Svizzera fu ulteriormente pregiudicata dall'aspra polemica in seno alla Direzione generale della BNS sulle responsabilità per la politica dell'oro durante la guerra e dall'acquisizione di documenti che rivelavano i particolari del dibattito interno svizzero, nonché i commenti e gli atteggiamenti antisemiti del membro della Direzione generale Alfred Hirs.

L'esito dell'Accordo di Washington – il pagamento da parte della Svizzera di 250 milioni di franchi svizzeri, a cui la Banca nazionale contribuì con 100 milioni, in contropartita della rinuncia ad ogni pretesa nei confronti della BNS in merito all'oro acquisito dalla Germania durante la guerra – si basava in gran parte sulla stima alleata della quantità di metallo belga affluito in Svizzera. A quel tempo (maggio 1946) non era ancora stato ben accertato il destino dell'oro della banca centrale olandese – parte del quale era stato parimenti venduto dalla Germania alla Svizzera – e dell'oro privato (come quello consegnato da Melmer alla Reichsbank). Il Governo dei Paesi Bassi si rese conto soltanto in seguito, quando era ormai troppo tardi per modificare i termini dell'Accordo di Washington e l'ammontare del pagamento richiesto alla Svizzera, che la questione esplosiva dell'oro olandese – che si presumeva comprendesse una cospicua quantità di metallo carpito a cittadini privati vittime del regime di occupazione nazista – era stata completamente dimenticata o ignorata a Washington.

La situazione diplomatica tesa degli anni 1943–1946 condizionò parimenti l'atteggiamento mentale e le scelte di politica economica in Svizzera. All'epoca della creazione della BNS, nel 1907, i responsabili della nuova banca centrale avevano aderito pienamente alle dottrine di *central banking* allora in auge. Nel 1944, invece, i dirigenti della BNS non erano disposti a seguire la dottrina internazionale prevalente, espressa dagli accordi di Bretton Woods. In particolare, non accettavano l'idea che fosse possibile o auspicabile controllare i movimenti di capitali, idea nella quale credevano invece fermamente gli artefici del nuovo sistema. Inoltre, l'esperienza del 1936–1937 aveva causato un certo scetticismo riguardo a un regime di parità fisse, facendo invece preferire un mondo con valute fluttuanti. Agli occhi di Londra e Washington la filosofia elvetica appariva come una mancanza di progettualità o un curioso relitto del secolo passato. Essa non era forse politicamente astuta e per taluni

aspetti la politica seguita nei riguardi della Germania nazista era stata moralmente e legalmente dubbia, oltre che politicamente malaccorta. Ma in quanto approccio di politica monetaria, la concezione svizzera decisamente fuori moda verso la metà del secolo scorso sarebbe poi diventata quella prevalente fra gli economisti internazionali e i banchieri centrali a partire dagli anni settanta. Forse è stato necessario un certo isolamento politico della Svizzera, affinché quella filosofia di politica della banca centrale si sia potuta mantenere in vita malgrado il clima intellettuale e politico ostile.

1.11 Conclusione

La BNS fu concepita come mezzo per razionalizzare il sistema dei pagamenti in un piccola economia ai margini del mondo fortemente integrato del tallone aureo internazionale, che si era andato sviluppando nell'ultima parte del secolo diciannovesimo. Gli elementi di fondo che determinavano lo spazio di manovra della politica monetaria – convertibilità della moneta metallica e libera circolazione dei capitali – risultavano dalle circostanze di fatto e dai requisiti propri del sistema, non dalla scelta dei legislatori o delle banche centrali. Nel contesto del tallone aureo le banche centrali avevano la funzione di promuovere il libero gioco delle forze di mercato, non di adottare una politica attivista. Al pari della Federal Reserve statunitense, la BNS fu una nascita tardiva, voluta come risposta alle carenze del mercato constatate nel sistema dei pagamenti. In un arco di tempo relativamente breve il sistema finanziario internazionale di allora fu spazzato via dalla prima guerra mondiale, e la nuova banca centrale si trovò a vivere in una situazione assai diversa, caratterizzata dalla inconvertibilità delle monete e da estesi controlli valutari e commerciali.

A differenza delle banche centrali più antiche, la BNS era inoltre la creatura di un'epoca democratica, in cui l'istanza partecipativa aveva un ruolo assai più importante e certi connotati politici quali la composizione del Consiglio di banca e la durata del mandato erano concepiti in modo da rendere l'istituzione sensibile ai bisogni e alle esigenze nazionali.

La prova del fuoco per la nuova banca centrale venne con l'emergere di crisi internazionali: immediatamente nel 1907; con la sospensione dei pagamenti in oro allo scoppio della guerra, nel 1914; con la depressione postbellica. In confronto ad altre banche centrali, la BNS seppe gestire piuttosto bene tutte queste situazioni problematiche. Infatti, nel 1907 la Svizzera non dovette sospendere la convertibilità dei depositi bancari in moneta, come avvenne negli Stati Uniti, o prendere drastici provvedimenti per ridurre il credito, come in Germania e in Italia. Diversamente dalle altre banche

centrali in Europa e negli Stati Uniti, la BNS nel 1919 riuscì ad attuare una disinflazione relativamente poco traumatica, con una recessione severa, ma di breve durata. Le altre banche centrali lasciarono invece passare un altro anno prima di ridurre l'inflazione, accentuando la crisi economica. E persino durante la Grande Depressione degli anni trenta non commise evidenti errori in termini di politica monetaria, quanto meno nel raffronto con altre banche centrali più prominenti. Negli Stati Uniti, in Gran Bretagna, Germania e Francia la risposta delle banche centrali al crollo dell'ordine economico internazionale liberista fu penosamente manchevole; la Federal Reserve non riuscì a impedire i collassi monetari e bancari del 1930–1933; la Bank of England fu umiliata dalle circostanze in cui avvenne l'uscita della sterlina dal tallone aureo nel 1931, e dovette attendere sino alla fine del secolo per ritrovare la sua piena ragion d'essere istituzionale (e l'indipendenza operativa); la Reichsbank tedesca uscì completamente dissestata dalla crisi bancaria del 1931; la Banque de France fu oggetto di feroci e radicali attacchi politici.

Nondimeno, se giudicata in una prospettiva moderna la politica monetaria svizzera di allora mostra alcune importanti carenze. La modellizzazione di opzioni alternative al mantenimento del tallone aureo fra il 1931 e il 1936 indica che un più precoce abbandono della parità aurea avrebbe comportato rilevanti benefici economici. E l'applicazione retrospettiva della moderna regola monetaria di Taylor mette in evidenza una persistente distorsione in senso deflazionistico durante gli anni venti e trenta.

Nel caso della Svizzera colpisce il modo in cui furono discusse le scelte di politica monetaria. Vi furono certo dibattiti sugli indirizzi di politica e sul mantenimento del tallone aureo, ma essi vennero condotti in un ambito più generale e si focalizzarono più sulla politica del Governo federale che sulle motivazioni della banca centrale. E dopo la svalutazione del 1936, la discussione politica si incentrò non tanto su chi ricadeva la responsabilità di tale evento, quanto piuttosto sul modo in cui ripartire fra Banca nazionale e Confederazione gli utili contabili risultanti dalla nuova parità. Mentre negli anni trenta l'operato della Federal Reserve, della Bank of England, della Banque de France e della Reichsbank fu vieppiù al centro della dialettica politica interna, in Svizzera ci si occupò relativamente poco della BNS. Forse a causa della sempre più precaria situazione geopolitica della Svizzera, la banca centrale poté beneficiare in misura crescente del consenso di cui godevano le istituzioni del Paese. Di fatto, durante la seconda guerra mondiale furono sorprendentemente scarse le controversie riguardanti la BNS e il suo agire. Insomma, la Banca nazionale, dopo essere stata al centro di un notevole

dibattito nei suoi primi anni di esistenza, era diventata una venerabile istituzione nazionale.

La relativa assenza di critiche sul suo operato dal 1907 fino agli anni trenta spiega come sul piano interno la BNS avesse potuto conservare una tradizione e una filosofia che – nel confronto con quanto stava accadendo in altri paesi – apparivano piuttosto antiquate. Essa non aderì alla strategia seguita da altre banche centrali, basata su un deliberato impiego della politica di stabilizzazione e su estesi controlli interni e transfrontalieri. Le (legittime) critiche internazionali sul ruolo avuto nella seconda guerra mondiale – durante la quale, in circostanze molto diverse, essa adottò un comportamento assai simile a quello tenuto nel precedente conflitto mondiale – misero la BNS al riparo dalle pressioni emulative che avrebbero potuto esercitare su di essa gli altri istituti di emissione e che avevano impresso un nuovo orientamento alla loro politica. Il risultato fu che la Banca nazionale mantenne un forte attaccamento alla cultura della stabilità monetaria e una scarsa propensione a vedere la propria missione asservita alle strategie di stabilizzazione macroeconomica perseguite dal Governo. Le politiche degli anni trenta crearono così una buona base di partenza monetaria per l'era postbellica e posero le fondamenta della successiva cultura della stabilità.

1.12 Appendice I: Politica del tasso di cambio negli anni trenta¹⁴³

1.12.1 Basi teoriche

Per valutare le politiche alternative è impiegata una strategia a due stadi. Dapprima è condotta una simulazione basata su un modello McCallum-Nelson (modello semplice di macroeconomia aperta) modificato¹⁴⁴. Vengono quindi compiute simulazioni con l'impiego di un macromodello più ampio, includente i movimenti di capitali e il settore bancario.

L'analisi utilizza un macromodello monetario su base micro esteso all'interscambio con vari partner commerciali. Il modello incorpora un canale di aggiustamento monetario *price-specie flow*, diversamente dalle versioni moderne in cui l'ancora nominale è definita da un tasso di interesse ufficiale. Il modello prevede le seguenti specificazioni:

- la *domanda aggregata* è modellizzata secondo criteri standard ed è correlata positivamente al reddito passato (per una quota di consumatori/produttori con vincolo di liquidità), al reddito futuro atteso (per una quota di

¹⁴³ Scritta in collaborazione con Thomas Helbling dell'FMI.

¹⁴⁴ Cfr. McCallum e Nelson (2001).

consumatori/produttori orientati al futuro), al reddito estero e al tasso di cambio reale (definito dal rapporto fra prezzi esteri in franchi svizzeri e prezzi interni); essa è invece correlata negativamente ai tassi di interesse reali attesi;

- l'*offerta aggregata* è una funzione correlata negativamente al tasso di cambio reale, stante l'assunto che tutte le importazioni sono costituite solo da beni intermedi utilizzati come fattori produttivi; *ceteris paribus*, una svalutazione/deprezzamento reale riduce il prodotto potenziale attraverso i suoi effetti avversi sul prezzo dei fattori di produzione;
- la *domanda di base monetaria* è correlata positivamente ai prezzi e al reddito e negativamente al tasso di interesse nominale; la variazione della base monetaria è data dal saldo globale della bilancia dei pagamenti, il quale dipende dal saldo della bilancia commerciale, che nel modello è endogeno, e da flussi netti di capitale, posti come esogeni;
- la *domanda di importazioni* è una funzione correlata positivamente al reddito interno e negativamente al tasso di cambio reale;
- l'*inflazione* è determinata da una curva di Philips ibrida secondo Fuhrer e Moore¹⁴⁵, in cui entrano sia l'inflazione attesa sia l'inflazione passata; inoltre, l'inflazione è correlata positivamente allo scostamento della crescita del PIL dal valore potenziale (*output gap*).

Il modello contempla inoltre vari shock. Considerato lo scopo primario delle simulazioni, il modello prevede shock per ogni equazione comportamentale. Vi sono quindi shock in termini di: domanda aggregata, offerta aggregata, domanda di moneta, offerta di moneta (essenzialmente la componente non spiegata della bilancia dei pagamenti) e domanda estera.

Le ipotesi fondamentali sono:

- quattro aree di interscambio: blocco dell'oro (esclusa la Svizzera), Germania, blocco della sterlina, blocco del dollaro (comprendente il resto del mondo);
- l'andamento del prodotto e dei prezzi è per approssimazione quello del paese centrale di ciascuna area;
- prezzi esteri e reddito estero sono dati;
- scomposizione dell'interscambio in prezzi e quantità con prezzi all'ingrosso;
- la stazionarietà è ottenuta definendo le variabili in relazione ai livelli del 1929;
- stazionarietà del livello dei prezzi.

145 Cfr. Fuhrer e Moore (1995).

Il modello è calibrato utilizzando i parametri McCallum-Nelson, fatta eccezione per le quote del commercio estero che sono aggiustate in funzione dei dati svizzeri per gli ultimi anni venti. Sono esplorati anche altri parametri di valore.

Il modello è risolto e simulato utilizzando metodologie standard. Le simulazioni sono state effettuate in due fasi. Dapprima il modello è risolto per gli anni 1930–1938 ponendo gli shock uguali a zero in ogni periodo. Le differenze fra i valori effettivi e i valori simulati sono impiegate per calcolare gli shock. In altri termini gli shock sono tali da replicare i valori effettivi e le scelte operative. Successivamente il modello è risolto in base a scenari di politica valutaria alternativi. In particolare sono analizzati due scenari controfattuali di svalutazione:

- *scenario sterlina*: in questo scenario si ipotizza che la BNS passi inaspettatamente dall'ancoraggio aureo ad un ancoraggio alla sterlina in seguito all'abbandono del tallone aureo da parte del Regno Unito; per semplicità si assume che il cambio franco svizzero-sterlina si mantenga al livello medio del 1931 fino al 1938; i tassi di cambio con le altre valute (franco francese, marco tedesco e dollaro statunitense) sono calcolati utilizzando le parità indirette correnti;
- *scenario dollaro*: in questo scenario si ipotizza che la BNS passi inaspettatamente dall'ancoraggio aureo a un ancoraggio al dollaro in seguito all'abbandono del tallone aureo da parte degli Stati Uniti; per semplicità si assume che il cambio franco svizzero-dollaro si mantenga al livello medio del 1932 fino al 1938; i tassi di cambio con le altre valute (franco francese, marco tedesco e sterlina) sono calcolati utilizzando le parità indirette correnti.

Un assunto basilare sottostante alle simulazioni controfattuali è che il cambiamento di regime valutario sia inaspettato e che il nuovo regime sia ritenuto credibile e durevole dagli operatori del settore privato.

1.12.2 Simulazioni

Una prima serie di simulazioni controfattuali si basa sui parametri McCallum-Nelson di base descritti sopra. In particolare, le elasticità in rapporto ai prezzi della domanda di esportazioni e della domanda di importazioni sono poste uguali a 0,33 mentre le corrispondenti elasticità in rapporto al reddito sono poste uguali a 1. Il successo di una svalutazione anteriore dipende in misura importante dall'elasticità di prezzo della domanda estera e della domanda di importazioni. Qual è la rilevanza empirica dei parametri McCallum-Nelson per gli anni trenta nel caso della Svizzera? Stime semplici,

secondo il metodo dei minimi quadrati ordinari delle funzioni log-lineari delle esportazioni e delle importazioni (in quantità) con dati per la Svizzera e i partner commerciali nel periodo 1925–1938, forniscono le seguenti elasticità (le elasticità in rapporto al prezzo si riferiscono al tasso di cambio reale, come sopra definito).

Tabella 1.1

Domanda di esportazioni: elasticità in rapporto al reddito e al prezzo

| | Elasticità in rapporto al reddito | Elasticità in rapporto al prezzo |
|---|-----------------------------------|----------------------------------|
| Blocco dell'oro | 0,860 | 0,407 |
| Germania | 1,863 | -2,358 |
| Blocco della sterlina | -0,835 | 2,038 |
| Blocco del dollaro e resto del mondo | 0,882 | 1,508 |
| Media | 0,6923 | 0,399 |
| Media ponderata dall'interscambio | 0,757 | 0,783 |
| Media ponderata dall'interscambio per coefficienti con segni giusti | 1,078 | 1,422 |

Una stima della funzione di domanda delle importazioni sullo stesso periodo fornisce un'elasticità in rapporto al reddito di $-0,15$ e un'elasticità in rapporto al prezzo di $-0,30$.

In complesso non vi è alcuna evidenza forte a sostegno di una scarsa elasticità. Al contrario, sebbene vi siano indicazioni che le esportazioni verso il blocco dell'oro e la Germania non sono molto sensibili alle variazioni del tasso di cambio reale, oltre il 50% delle esportazioni di merci appare alquanto sensibile alle variazioni di prezzo. Su una base ponderata per l'interscambio, i risultati indicano che la condizione di Marshall-Lernen è soddisfatta, il che implica l'esistenza di uno dei presupposti necessari affinché la svalutazione migliori la bilancia commerciale. Nondimeno, l'evidenza non è conclusiva, come indica la presenza di coefficienti di segno sbagliato. Taluni dei segni sbagliati potrebbero tuttavia rispecchiare particolari circostanze di allora. La Germania iniziò ad applicare controlli valutari nel 1931 e l'elasticità negativa in rapporto al prezzo può essere un effetto di ciò. Nell'ottica dei responsabili delle politiche di quel tempo tali circostanze riducevano i vantaggi di una svalutazione, pur senza annullarli.

Per valutare se la situazione tedesca avrebbe ridotto i benefici di una svalutazione, è stata compiuta una simulazione controfattuale con una versione del modello in cui le esportazioni verso la Germania sono esogene,

ossia non influenzate da una svalutazione (o da altra misura adottata dalle autorità elvetiche). Al tempo stesso sono state impiegate le elasticità stimate, salvo nel caso delle elasticità in rapporto al reddito con segno sbagliato, per le quali si sono mantenuti i valori McCallum-Nelson. Per prudenza le elasticità di prezzo superiori a 1 sono state moltiplicate per il fattore 0,5. Come ci si poteva attendere, risulta che una svalutazione avrebbe comportato una crescita del prodotto sensibilmente superiore a quella effettiva.

La Svizzera beneficiò di cospicui afflussi netti di valute e di oro. Parte di essi dovevano essere movimenti di capitali. Una svalutazione avrebbe potuto influire negativamente su tali afflussi. Ipotizzando che la BNS si fosse astenuta da interventi sterilizzati, un minore afflusso di capitali avrebbe ridotto i vantaggi della svalutazione attraverso il meccanismo autocorrettivo *price-specie flow*. I più limitati afflussi netti avrebbero rallentato la crescita dell'offerta di moneta, causando un rialzo dei tassi di interesse e, di conseguenza, un effetto frenante sulla domanda interna. I risultati di una simulazione controfattuale con ancoraggio al dollaro, in cui gli afflussi netti di oro e di valute si sarebbero ridotti del 50% a partire dal 1933, mostrano che in questo caso i vantaggi della svalutazione sarebbero stati inferiori, ma pur sempre consistenti (figura 1.11).

Un'analisi della robustezza dei risultati tende a indicare che solo una bassissima elasticità di prezzo delle esportazioni, in combinazione con shock avversi molto forti sui flussi di divise e di oro, sarebbe stata priva di effetti. Unicamente a tali condizioni le conseguenze benefiche in termini di prodotto sarebbero state ridotte, così da rendere controproducente una più precoce svalutazione.

1.13 Appendice II: Applicazione della regola di Taylor

1.13.1 Basi teoriche

La regola di Taylor originale è espressa dall'equazione

$$(1) \quad r = \pi + qy + h(\pi - \pi^*) + r^f$$

dove r è il tasso di interesse (ufficiale) a breve termine, π il tasso di inflazione, y lo scostamento del prodotto reale dal valore di trend (*output gap*), π^* il tasso di inflazione obiettivo, r^f il tasso di interesse reale di equilibrio. I fattori q e h rappresentano le risposte del tasso di interesse (ufficiale) alle fluttuazioni dell'economia reale e all'inflazione. Secondo Taylor, sia q che h dovrebbero essere positivi. Infatti, nel caso di q , l'*output gap* provocherebbe un inasprimento della politica monetaria, mentre h non dovrebbe essere

negativo poiché altrimenti il tasso di interesse diminuirebbe, anziché aumentare, al crescere dell'inflazione¹⁴⁶.

La regola di Taylor è applicata alla situazione della Svizzera dal 1914 al 1945. Durante tale periodo la BNS aderì a due diversi regimi monetari: il tallone aureo negli anni 1925–1936 e un regime di cambio amministrato o discrezionale negli anni 1914–1925 e 1936–1945. Sotto il regime di tallone aureo, la risposta all'inflazione del tasso di interesse a breve termine sarebbe positiva in forza del meccanismo autocorrettivo *price-specie flow*. Se la banca centrale seguisse le regole del gioco per accelerare l'aggiustamento, il coefficiente sarebbe maggiore. Sempre in regime di tallone aureo, il tasso di interesse dovrebbe salire in risposta ad un aumento del prodotto per effetto di una maggiore domanda di moneta o di un ampliamento del disavanzo commerciale. In regime valutario di tipo amministrato, la banca centrale considererebbe l'equazione (1) come funzione di reazione all'andamento di due possibili obiettivi macroeconomici fondamentali: stabilità dei prezzi e stabilità della crescita economica.

La metodologia impiegata è duplice: dapprima sono stimate le regole di Taylor per la Svizzera nel periodo 1914–1945 utilizzando i dati disponibili; poi, è valutata la politica della BNS paragonando il tasso di interesse generato dalla versione della regola di Taylor della stessa BNS, adattata ai dati storici, con i tassi ufficiali effettivi corrispondenti.

1.13.2 Regole di Taylor stimate per la Svizzera negli anni 1914–1945

Nello stimare la regola di Taylor per la Svizzera si è seguito il metodo di Romer e Romer¹⁴⁷, che effettuarono un esercizio analogo per valutare la politica della Federal Reserve negli anni cinquanta. Essi stimarono la regola di Taylor prospettica basandosi su Clarida, Gali e Gertler¹⁴⁸, secondo la quale il Federal Reserve Board sceglieva il tasso sui *federal funds* in risposta all'inflazione e all'*output gap*. La regola è prospettica in quanto si presume che l'autorità monetaria statunitense reagisca in funzione delle aspettative.

Viene stimata la seguente equazione utilizzando dati trimestrali sul periodo 1914–1945:

$$(2) \ i_t = \alpha + \beta E_t \pi_{t+1} + \gamma E_t (Y - \bar{Y})_{t+1}$$

dove i_t è il tasso ufficiale di sconto, π_t l'inflazione secondo l'Indice dei prezzi al consumo (IPC) e $(Y - \bar{Y})$ lo scostamento del logaritmo del PIL reale

146 Cfr. Taylor (1999), p. 236.

147 Cfr. Romer e Romer (2002).

148 Cfr. Clarida, Gali e Gertler (2000).

dal trend filtrato secondo Hodrick-Prescott. La medesima regressione con il tasso sulle anticipazioni garantite come tasso ufficiale genera risultati (qui non riportati) alquanto simili. Le equazioni sono stimate impiegando una regressione sulle variabili strumentali. Gli strumenti sono: inflazione contemporanea e ritardata di due periodi; scostamenti contemporanei del prodotto dal trend.

La tabella 1.2 mostra i risultati trimestrali di tre distinti periodi della politica monetaria svizzera. A: 1914.1–1925.1, dopo l'abbandono del tallone aureo e la sospensione della convertibilità; B: 1925.2–1936.3, dopo il ritorno al tallone aureo; C: 1936.4–1945.4, dopo la svalutazione del franco e il suo passaggio a un regime di fluttuazione.

Per un raffronto con i dati storici, l'equazione (2) è stimata sul periodo 1980.3–2004.3 utilizzando dati recenti provenienti dalla BNS¹⁴⁹.

Come si può osservare nella tabella 1.2, i coefficienti per l'inflazione e il prodotto sono molto piccoli e risultano significativi soltanto per il periodo intermedio 1925–1936, quando la Svizzera aderiva al tallone aureo¹⁵⁰. I risultati sono molto simili a quelli ottenuti da Taylor¹⁵¹. Egli mostra che i coefficienti per inflazione e *output gap* sono soltanto una frazione di quelli osservabili per il periodo successivo alla seconda guerra mondiale¹⁵². Taylor interpreta ciò come indicazione del fatto che le autorità monetarie statunitensi di allora erano molto meno reattive alle variazioni dell'inflazione e dell'attività economica che i loro omologhi moderni. I risultati per la Svizzera sono interpretabili in maniera analoga, come si può notare nel confronto con la tabella 1.3.

Come approccio alternativo è stimato un modello *probit* ordinato della regola di Taylor seguendo il metodo di Dueker¹⁵³. Esso consente di tenere conto delle modifiche assai infrequenti dei tassi ufficiali della BNS durante il periodo. I risultati ottenuti sono molto simili a quelli riportati nella tabella 1.2; le risposte del tasso ufficiale di sconto ai movimenti del tasso di inflazione e dell'*output gap* sono inferiori a 0,10.

149 Si ringrazia Katrin Assenmacher della BNS per la stima di questa regressione.

150 Risultati alquanto simili si ottengono utilizzando come regressore lo scostamento dal trend del livello dei prezzi.

151 Cfr. Taylor (1999).

152 Cfr. Taylor (1999), tabella 7.1, p. 330.

153 Cfr. Dueker (1999).

Tabella 1.2

Regola di Taylor prospettica utilizzando inflazione trimestrale e tasso ufficiale di sconto

A: 1914.1–1925.1

| | Coefficiente | Errore standard | Valore P |
|------------|--------------|-----------------|----------|
| Costante | 4,315 | 0,115 | 0,000 |
| Inflazione | 0,008 | 0,007 | 0,262 |
| Prodotto | 0,003 | 0,011 | 0,780 |

B: 1925.2–1936.3

| | Coefficiente | Errore standard | Valore P |
|------------|--------------|-----------------|----------|
| Costante | 2,906 | 0,093 | 0,000 |
| Inflazione | 0,063 | 0,025 | 0,017 |
| Prodotto | 0,057 | 0,012 | 0,000 |

C: 1936.4–1945.4

| | Coefficiente | Errore standard | Valore P |
|------------|--------------|-----------------|----------|
| Costante | 1,515 | 0,017 | 0,000 |
| Inflazione | –0,001 | 0,001 | 0,416 |
| Prodotto | –0,001 | 0,001 | 0,381 |

Tabella 1.3

Regola di Taylor prospettica utilizzando inflazione trimestrale e *Libor*

1980.3–2004.3

| | Coefficiente | Errore standard | Valore P |
|------------|--------------|-----------------|----------|
| Costante | 1,123 | 0,404 | 0,006 |
| Inflazione | 1,290 | 0,190 | 0,000 |
| Prodotto | 0,190 | 0,208 | 0,362 |

1.13.3 Valutazione *ex-post* della politica della BNS negli anni 1914–1945

Taylor impiegò la regola¹⁵⁴ – da lui originariamente calcolata per descrivere l'operato della Federal Reserve negli anni ottanta – per valutare la politica monetaria anche in altre epoche¹⁵⁵. Usando gli stessi parametri della regola originale egli determinò il tasso di interesse modellizzato per i periodi 1880–1914 e 1955–1997 e raffrontò quindi il valore ottenuto con il tasso ufficiale effettivo in ciascun periodo¹⁵⁶. Lo scarto fra i due valori rappresenta una misura *ex-post* della performance di politica monetaria.

Per la Svizzera un esercizio analogo inizia con una variante semplice della regola di Taylor calcolata dalla BNS per il periodo 1980–2004. Questa è poi utilizzata per determinare il tasso di interesse modellizzato per gli anni 1914–1944. La regola che la BNS applica attualmente (2005) è:

$$(3) \quad i_t = r + \pi_t + 0,5(\pi - \pi^*)_t + 0,5(y - y^*)_{t-1}$$

dove i coefficienti di ponderazione sono posti uguali a 0,5 come suggerito originariamente da Taylor¹⁵⁷. La BNS ipotizza un obiettivo di inflazione (IPC) dell'1%; il tasso di interesse reale r è posto uguale a 1,4%, valore medio della crescita del PIL reale con filtro di Hodrick-Prescott nel periodo 1980–2004; la crescita tendenziale del prodotto impiegata per calcolare l'*output gap* è ottenuta applicando un filtro HP con λ a 3200. La figura 1.13a mostra il risultato dell'applicazione della regola di Taylor al tasso *Libor* a tre mesi nel periodo 1980–2004¹⁵⁸. La figura 1.13b riporta le componenti del tasso d'interesse secondo la regola di Taylor.

Le stime sono state estese al periodo 1914–1945 impiegando dati trimestrali, con gli stessi coefficienti di ponderazione dell'equazione (3). Per determinare il valore tendenziale dell'inflazione e della crescita reale del PIL è usato un filtro di Hodrick-Prescott. L'inflazione è misurata dall'indice dei prezzi al consumo. Come *proxy* del PIL reale è impiegata la produzione industriale, non essendo disponibili dati trimestrali sul PIL per il periodo considerato. La figura 1.12a (testo principale) confronta il tasso d'interesse secondo la regola di Taylor con il tasso ufficiale di sconto nel periodo 1914–1945 e la figura 1.12b indica le serie relative a inflazione e *output gap* utilizzate per calcolare il tasso d'inflazione secondo la regola di Taylor in quel periodo.

154 Cfr. Taylor (1993).

155 Cfr. Taylor (1999).

156 Orphanides (2003) ha compiuto un esercizio analogo per il periodo fra le due guerre negli Stati Uniti.

157 Cfr. Taylor (1993).

158 La BNS ha calcolato otto altre varianti della regola impiegando metodi alternativi per determinare l'*output gap* e il tasso di inflazione.

Figura 1.13a

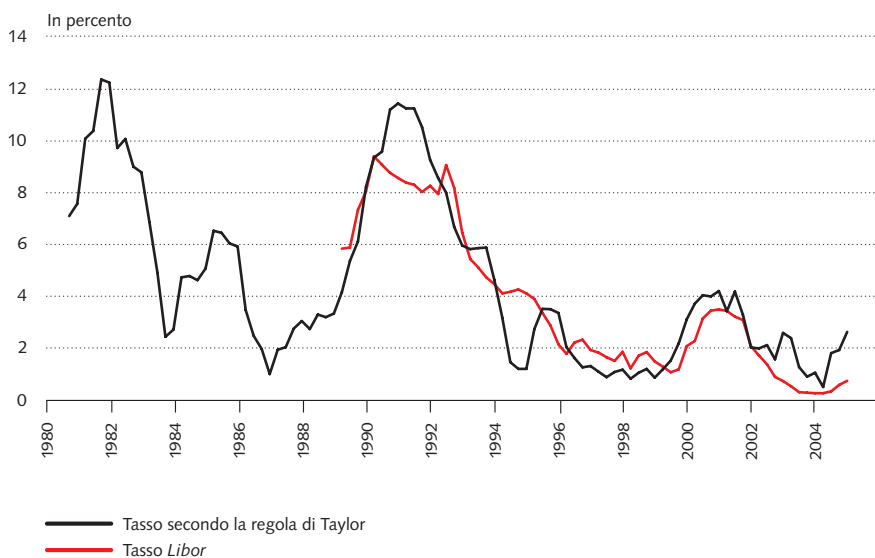
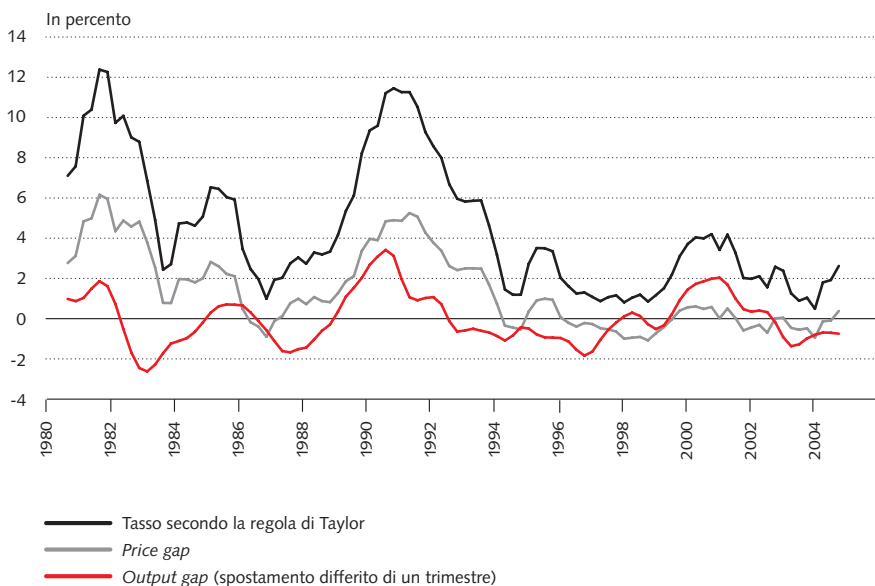
Tasso d'interesse secondo la regola di Taylor e tasso *Libor*; 1980–2004

Figura 1.13b

Componenti del tasso d'interesse secondo la regola di Taylor; 1980–2004



Fonti: BNS, *Bulletin mensuel* e *Bulletin mensuel de statistiques économiques* (vari anni); elaborazioni degli autori.

Fonti

- Bank of England, Bachmann a Norman (1927), Letter from G. Bachmann to M. Norman, 14 ottobre, BEA OV 63/21.
- Bank of England, Bachmann a Siepmann (1931), Letter from G. Bachmann to H. A. Siepmann [Bank of England], 19 settembre, BEA OV 63/23.
- Bank of England, conversazione con Pfenninger (1936), Note of a conversation with R. Pfenninger [personal assistant to Bachmann], 12 ottobre, C.A.G. [Gunston], BEA OV 63/2.
- Bank of England, conversazione con Schnyder (1936), Note of a conversation with M. Schnyder von Wartensee by D. F. C. [Conolly], 12 maggio, BEA OV 63/24
- Bank of England, Foreign Money in Switzerland (1930), memorandum di Conolly, 5 agosto, BEA OV 63/1.
- Bank of England, Golay a Niemyer (1936), Letter from M. Golay, General Manager, Swiss Bank Corporation, to Sir Otto Niemyer, Londra, 2 ottobre, BEA OV 63/2.
- Bank of England, informazione sulla BNS (1935), Memorandum with information obtained from Dr. Pfenninger [personal assistant to Bachmann] about Swiss National Bank, 29 ottobre, BEA OV 63/24.
- Bank of England, Norman a Bachmann (1929), Letter from M. Norman to G. Bachmann, 11 novembre, BEA OV 63/1.
- Bank of England, nota sulla conversazione con il dr. Weber (1931), Note of a conversation with Weber of the Swiss National Bank on Tuesday, 11 agosto, BEA OV 63/23.
- Bank of England, presidenza della BNS (1937), Swiss National Bank: presidency and other posts, Memorandum by V. Gautier [Deputy Head of Department I], 29 novembre, BEA OV 63/24.
- Bank of England, Siepmann a Bachmann (1933), Letter from H. A. Siepmann to G. Bachmann, 18 agosto, BEA OV 63/23.
- Bericht Bretton Woods (1944), B [Walter Bosshard], Bericht über die Finanz- und Währungs-Konferenz von Bretton Woods, N. H., 1–23 luglio 1944, rapporto confidenziale e non destinato alla pubblicazione, New York, 3 agosto 1944. In Schweizerische Gesandtschaft in den USA an das EPD, Washington 7. 8. 1944, Archivio federale Svizzero E2001 (D), -/e, vol. 499.
- BNS, Abgang Frankreichs von der Goldwährung (1935), osservazioni del capo del 2° Dipartimento destinate alla Direzione generale sull'eventuale abbandono della parità aurea da parte della Francia, 31 maggio, archivio BNS.
- BNS a Consiglio federale (1936), lettera della BNS al Consiglio federale concernente l'incontro con la delegazione finanziaria del 2 giugno, 16 giugno, archivio BNS.
- BNS a Dipartimento federale dell'economia (1936), lettera della BNS al capo del Dipartimento federale dell'economia in merito al problema valutario, 2 aprile, archivio BNS.
- BNS al capo Dipartimento federale delle finanze (1937), lettera della BNS al capo del Dipartimento federale delle finanze e delle dogane, 1° luglio, archivio BNS.
- BNS, Bankenkonferenz (1931), nota sulla conferenza bancaria del 7 agosto, archivio BNS.
- BNS, *Bulletin mensuel* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.
- BNS, *Bulletin mensuel de statistiques économiques* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.
- BNS, Die Diskontpolitik der Bank (1924), proposta della Direzione generale al Comitato di banca, n. 18, 24 gennaio/14 febbraio, archivio BNS.
- BNS, Fragen der Abwertung (1936), nota, 5 giugno, archivio BNS.

BNS, Krise Wirtschaft und Banken (1932), Beeinflussung der Zahlungsbilanz, Goldstandardfrage, rapporto, 3 marzo, archivio BNS.

BNS, Kritik an BNS (1924), Bericht des Direktoriums über die seitens des Chefs des Eidgenössischen Finanzdepartements im Nationalrat an der Tätigkeit der Nationalbank geübte Kritik, proposta della Direzione generale al Comitato di banca, n. 39, 3 luglio, archivio BNS.

BNS, nota di Charles Schnyder (1936), nota alla Direzione generale [raccomandante una valutazione della situazione], 21 aprile, archivio BNS.

BNS, Sarasin a Usteri (1924), lettera di A. Sarasin, Basilea, a P. Usteri all'attenzione del Comitato di banca e della Direzione generale della BNS, proposta non numerata della Direzione generale al Consiglio di banca, settembre, archivio BNS.

BNS, verbale del Comitato di banca (vari anni), archivio BNS.

BNS, verbale del Consiglio di banca (vari anni), archivio BNS.

BNS, verbale della Direzione generale (vari anni), archivio BNS.

BNS, verbale dell'Assemblea generale degli azionisti della BNS (vari anni), archivio BNS.

Bibliografia

Allgoewer, E. (2003), *Gold Standard and Gold Standard Mentality in Switzerland*, San Gallo, tesi di abilitazione.

Andrist, F., R. G. Anderson e M. M. Williams (2000), Real Output in Switzerland: New Estimates for 1914–47, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82 (3), pp. 43–70.

Annuaire statistique de la Suisse (vari anni), Berna, Ufficio federale di statistica.

Arlettaz, G. (1982), Crise et déflation: Le primat des intérêts financiers en Suisse au début des années 1930, *Relations internationales*, 30, pp. 159–175.

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street, A description of the money market*, Londra, King, 14ª edizione (1915) Londra, Murray.

Bänziger, H. (1986), *Die Entwicklung der Bankenaufsicht in der Schweiz seit dem 19. Jahrhundert*, Berna, Haupt.

Baumann, J. (2004), *Bundesintervention in der Bankenkrise 1931–1937*, Zurigo, tesi di abilitazione, manoscritto.

Baumann, J. e P. Halbeisen (1999), *Die Internationalisierung des Finanzplatzes Schweiz und ihre Folgen für die Währungspolitik: Konsens und Konflikte zwischen der Nationalbank und den Geschäftsbanken 1919–1933*, manoscritto, [s.l.].

Bebié, R. (1939), *Die Abwertung des Schweizerfrankens: Ursachen, Durchführung und erste Auswirkungen*, Zurigo, Waldgarten.

Bernanke, B. e H. James (1991), The gold standard, deflation, and financial crisis in the great depression: an international comparison. In R. G. Hubbard (a cura di), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago, Chicago University Press, pp. 33–68.

BNS (1932), *La Banque nationale suisse 1907–1932*, [Zurigo, BNS].

BNS (1944), *Manuel statistique du marché financier suisse*, Mitteilungen der Volkswirtschaftlichen und statistischen Abteilung der Schweizerischen Nationalbank, 26, Zurigo, Schulthess.

BNS (1957), *Banca nazionale svizzera 1907–1957*, [Zurigo, BNS].

Böhler, E. e P. Keller (1935), *Krisenbekämpfung: Ergebnisse der Krisenpolitik des Auslandes: Grundlagen eines positiven Programms für die Schweiz*, Zurigo, Rüegg.

- Borchardt, K. (1976), *Währung und Wirtschaft 1876–1914*. In Deutsche Bundesbank (a cura di), *Währung und Wirtschaft in Deutschland, 1876–1975*, Francoforte sul Meno, Knapp.
- Bordo, M. D. (1984), The gold standard: the traditional approach. In M. D. Bordo e A. J. Schwartz (a cura di), *A Retrospective on the classical gold standard: 1821–1931*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 23–113.
- Bordo, M. D. e H. James (2002), Haberler versus Nurkse: The Case for Floating Exchange Rates as an Alternative to Bretton Woods. In A. Arnon e W. Young (a cura di), *The Open Economy Macromodel: Past, Present and Future*, Boston, Kluwer, pp. 161–182.
- Bordo, M. D., B. Eichengreen, D. Klingebiel e M. S. Martinez-Peria (2001), Is the Crisis Problem Growing More Severe?, *Economic Policy*, 16 (32), pp. 51–82.
- Bouvier, J. (1960), *Le krach de l'Union Générale: 1878–1885*, Parigi, Presses universitaires de France.
- CIE (1998), Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale, *La Svizzera e le transazioni in oro durante la Seconda Guerra Mondiale*, Rapporto intermedio, Berna, UCFSM.
- CIE (2002a), Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale, *Die Schweiz und die Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg*, vol. 16, Zurigo, Chronos.
- CIE (2002b), Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale, *La Svizzera, il nazional-socialismo e la Seconda Guerra Mondiale*, rapporto finale, Locarno [ecc.], Armando Daddò editore [ecc.].
- Clarida, R., J. Gali e M. Gertler (2000), Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory, *Quarterly Journal of Economics*, 115 (1), pp. 147–180.
- Crettol, V. e P. Halbeisen (1999), *Les motivations monétaires des opérations sur or de la Banque nationale suisse pendant la Seconde Guerre mondiale*, tiratura a parte, Zurigo, BNS.
- David, T. (1995), Un indice de la production industrielle de la Suisse durant l'entre-deux-guerres, *Schweizerische Zeitschrift für Geschichte*, 45 (1), pp. 109–130.
- Deutsche Reichsbank (1910), *The Reichsbank 1876–1900*, Washington DC, Government Printing Office.
- Documents diplomatiques suisses 1848–1945* (1992), Commission nationale pour la publication de documents diplomatiques suisses (a cura di), vol. 15 (1943–1945), diretto da P. Marguerat e L.-E. Roulet, a cura di R. Blättler, C. Krüttli-Tüscher, M. Perrenoud, Berna, Benteli.
- Dueker, M. (1999), Measuring monetary policy inertia in target fed funds rate changes, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 81 (5), pp. 3–9.
- Ehrensam, P. (1985), Die Bankenkrise der 30er Jahre in der Schweiz. In Eidgenössische Bankenkommision (a cura di), *50 Jahre Eidgenössische Bankenaufsicht*, Zurigo, Schulthess, pp. 83–118.
- Eichengreen, B. e J. Sachs, (1985), Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s, *Journal of Economic History*, 45 (4), pp. 925–946.
- Eichengreen, B. e P. Temin (2000), The Gold Standard and the Great Depression, *Contemporary European History*, 9 (2), pp. 183–207.
- Frech, S. (2001), *Clearing: Der Zahlungsverkehr der Schweiz mit den Achsenmächten*, Pubblicazioni della Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale, vol. 3, Zurigo, Chronos.
- Friedman, M. e A. J. Schwartz (1963), *A monetary history of the United States, 1867–1960*, Princeton NJ, Princeton University Press.

- Fuhrer, J. C. e G. R. Moore (1995), Monetary Policy Trade-offs and the Correlation between Nominal Interest Rates and Real Output, *American Economic Review*, 85 (1), pp. 219–239.
- Global Financial Database, www.globalfinancialdata.com.
- Grossen, J.-M. (2001), Transactions germano-suisse sur l'or pendant la Seconde Guerre mondiale. In CIE (a cura di), *La Svizzera, il nazional-socialismo e il diritto*, Pubblicazioni della Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale, vol. 18, pp. 127–215, Zurigo, Chronos.
- Haberler, G. von (1937), *Prosperity and Depression: A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*, Ginevra, Società delle Nazioni.
- Halbeisen, P. (1998), Bankenkrise und Bankengesetzgebung. In S. Guex (a cura di), *Krisen und Stabilisierung: Die Schweiz in der Zwischenkriegszeit*, Zurigo, Chronos, pp. 61–79.
- Halbeisen, P. (2005), Goldstandard oder «manipulierte Währung»? Partikularinteressen und Währungspolitik in den 1930er-Jahren, *Traverse*, 12 (1), pp. 169–176.
- Halbeisen, P. (2007), Open Financial Markets in Switzerland and their Impact on Monetary and Financial Policy. In M. Müller e T. Myllyntaus (a cura di), *Pathbreakers: Small European Countries Responding to Globalisation and Deglobalisation*, Berna [ecc.], Lang.
- Halbeisen, P. e M. Müller (1998), Die schrittweise Nationalisierung des Geldes: Von der Einführung der Schweizer Währung (Münzreform 1848) zur nationalen Kontrolle des Geldwesens (Gründung der Nationalbank 1907). In A. Mosser (a cura di), *Oesterreichs Weg zum Euro. Aspekte – Perspektiven – Handlungsräume*, pubblicazioni della Oesterreichischen Gesellschaft für Unternehmensgeschichte, 20, Vienna, pp. 63–86.
- Heer, M. (1937), *Die Abwertung des Schweizer Frankens*, [s.l., s.n.].
- Holtfrerich, C.-L. (1986), *Die deutsche Inflation 1914–1923: Ursachen und Folgen in internationaler Perspektive*, Berlino [ecc.], De Gruyter.
- James, H. (2001), *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*, Cambridge MA, Harvard University Press, 2001.
- Jaquemet, G. (1974), *Der Abwertungsgewinn der Schweizerischen Nationalbank aus dem Jahre 1936*, manoscritto, [s.l.].
- Jung, J. (a cura di) (2001), *Zwischen Bundeshaus und Paradeplatz: Die Banken der Credit Suisse Group im Zweiten Weltkrieg*, *Studien und Materialien*, Zurigo, Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Kellenberger, E. (1937), Die offizielle Währungspolitik der Schweiz, *Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft*, 73, pp. 309–320.
- Kundert, H. (1907), *Was bringt uns die Nationalbank?*, Wirtschaftliche Publikationen der Zürcher Handelskammer, 5, Zurigo, Bopp.
- Laidler, D. (1984), Misconceptions about the real-bills doctrine: a comment, *Journal of Political Economy*, 92 (1), pp. 149–155.
- Lotz, W. (1881) Diskonto und Diskontopolitik. In J. Conrad et al. (a cura di) *Handwörterbuch der Staatswissenschaft*, Jena, Fischer, vol. 2, pp. 932–943.
- Lotz, W. (1976), *Geschichte und Kritik des deutschen Bankgesetzes vom 14. März 1875*, Glashütten im Taunus, Auvermann, (ristampa).
- Maissen, T. (2001), Die Raubgoldproblematik 1933–1945. In J. Jung (a cura di), *Zwischen Bundeshaus und Paradeplatz: Die Banken der Credit Suisse Group im Zweiten Weltkrieg*, *Studien und Materialien*, Zurigo, Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- McCallum, B. T. e E. Nelson (2001), Monetary policy for an open economy: an alternative framework with optimizing agents and sticky prices, *NBER Working Paper Series*, 8175.

- Meltzer, A. H. (2004), *A history of the Federal Reserve*, vol. 1, Chicago, University of Chicago Press.
- Mints, L.W. (1945), *A History of Banking Theory in Great Britain and the United States*, Chicago, University of Chicago Press.
- Mitchell, B. R. (1976), *European Historical Statistics, 1750–1970*, New York, Columbia University Press.
- Müller, M. (2002), Coping with barriers to trade: internationalisation strategies of Swiss firms in the interwar period. In H. Bonin, Y. Lung e S. Tolliday (a cura di), *Transnational Companies: 19th–20th Centuries*, Parigi, Plage, pp. 239–254.
- Müller, P. (2003), La bataille pour le franc. La Suisse entre déflation et dévaluation (1931–1936). In P. Müller, I. Paccaud e J. M. Schaufelbuehl (a cura di), *Franc suisse, finance et commerce: Politique monétaire helvétique 1931–1936? Les relations de la Suisse avec l'Angleterre (1940–1944) et la France (1944–1949)*, Losanna, Antipodes, pp. 7–145.
- Neldner, M. (2003), Competition necessarily tends to produce excess: the experience of free banking in Switzerland, *German Economic Review*, 4 (3), pp. 389–408.
- Orphanides, A. (2003), Historical monetary policy analysis and the Taylor rule, *Journal of Monetary Economics*, 50 (5), pp. 983–1022.
- Palyi, M. (1934), *Monetary chaos and gold; an address on the European monetary problem before the Chicago council on foreign relations*, Chicago, The University of Chicago Press.
- Perrenoud, M., R. López, F. Adank, J. Baumann, A. Cortat e S. Peters (2002), *La place financière et les banques suisses à l'époque du national-socialisme: les relations des grandes banques avec l'Allemagne (1931–1946)*, Pubblicazioni della Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale, vol. 13, Losanna [ecc.], Payot [ecc.].
- Picard, J. (1994), *Die Schweiz und die Juden 1933–1945: Schweizerischer Antisemitismus, jüdische Abwehr und internationale Migrations- und Flüchtlingspolitik*, Zurigo, Chronos.
- Plessis, A. (1982), *La Banque de France et ses deux cents actionnaires sous le Second Empire*, Ginevra, Droz.
- Redish, A. (2000), *Bimetallism: An economic and historical analysis*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Ritzmann, F. (1964), Die Entwicklung des schweizerischen Bank- und Kreditsystems. In *Ein Jahrhundert schweizerischer Wirtschaftsentwicklung*, Festschrift zum hundertjährigen Bestehen der Schweizerischen Gesellschaft für Statistik und Volkswirtschaft, 1864–1964. Berna, Stämpfli.
- Ritzmann, F. (1973), *Die Schweizer Banken: Geschichte, Theorie, Statistik*, Berna, Haupt.
- Romer, C. e D. Romer (2002). A rehabilitation of monetary policy in the 1950s, *NBER Working Paper Series*, 8800.
- Rossy, P. e R. Reimann (1936), *Commentaire de la loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne*, Zurigo, Editions polygraphiques.
- Ruoss, E. (1992), *Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 1907–1929: Grundlagen, Ziele und Instrumente*, tesi di dottorato, Zurigo, [s.n.].
- Sargent, T. J. e N. Wallace (1982), The real-bills doctrine versus the quantity theory of money, a reconsideration, *Journal of Political Economy*, 90 (6), pp. 1212–1236.
- Sayers, R. S. (1957), *Central banking after Bagehot*, Oxford, Clarendon Press.
- Sayers, R. S. (1976), *The Bank of England 1891–1944*, Cambridge, Cambridge University Press.

Statistique historique de la Suisse (1996), pubblicato da H. Ritzmann-Blickenstorfer, diretto da H. Siegenthaler, Zurigo, Chronos.

Tanner, J. (2000), Goldparität im Gotthardstaat: Nationale Mythen und die Stabilität des Schweizer Franken in den 1930er und 40er Jahren, *Studien und Quellen des Schweizerischen Bundesarchivs*, 26, pp. 250–280.

Tanner, J. (2003), Bretton Woods and the European neutrals, 1944–1973. In M. Flandreau, C.-L. Holtfrerich e H. James (a cura di), *International financial history in the twentieth century: System and anarchy*, Cambridge [ecc.], Cambridge University Press, pp. 153–167.

Taylor, J. B. (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195–214.

Taylor, J. B. (1999), A historical analysis of monetary policy rules. In J. B. Taylor (a cura di) *Monetary Policy Rules*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 319–347.

Wagner, A. (1866), Diskonto und Diskontobanken. In H. Rentzsch (a cura di), *Handwörterbuch der Volkswirtschaftslehre*, Lipsia, Mayer.

Weber, E. J. (1992), Free banking in Switzerland After the Liberal Revolutions in the Nineteenth Century. In K. Dowd (a cura di), *The Experience of Free Banking*, Londra, Routledge, pp. 187–205.

Weisskopf, E. (1948), *Das schweizerische Münzwesen von seinen Anfängen bis zur Gegenwart*, Berna, Francke.

Wetter, E. (1918), *Bankkrisen und Bankkatastrophen der letzten Jahre in der Schweiz*, Zurigo, Orell Füssli.

Wilkins, M. (1999), Swiss Investments in the United States 1914–1945. In S. Guex (a cura di), *La Suisse et les grandes puissances, 1914–1945: relations économiques avec les Etats-Unis, la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France*, Ginevra, Droz.

Wolff, S. (1942), Das Gold in der Kriegswirtschaft, *Neue Zürcher Zeitung*, n. 1291, 16 agosto, p. 4.

Zimmermann, R. (1987), *Volksbank oder Aktienbank? Parlamentsdebatten, Referendum und zunehmende Verbandsmacht beim Streit um die Nationalbankgründung 1891–1905*, Zurigo, Chronos.

Zurlinden, M. (2003), Régime de l'étalon-or, déflation et dépression: l'économie suisse dans la crise économique mondiale, *Bulletin trimestriel della BNS*, 21 (2), pp. 86–116.

2 La Banca nazionale dal 1945 al 1982: dai controlli valutari alla gestione della massa monetaria in regime di cambi flessibili¹

PETER BERNHOLZ

2.1 Introduzione

Nel periodo in esame, i problemi cruciali che la Banca nazionale svizzera (BNS) ha dovuto affrontare hanno progressivamente condotto a una radicale trasformazione della politica, del ruolo istituzionale, dello strumentario e del quadro giuridico della stessa BNS. All'origine di tali problemi vi erano il crollo, sulla scia della Grande Depressione, del sistema aureo reintrodotta dopo la prima guerra mondiale, il passaggio in tutto il mondo a un regime di controlli valutari con limitazioni nei flussi commerciali e finanziari concordati su base bilaterale, e le ulteriori restrizioni applicate durante la seconda guerra mondiale che avevano portato, tra l'altro, al blocco delle attività patrimoniali svizzere, comprese quelle della BNS, negli Stati Uniti e in Gran Bretagna.

Nel dopoguerra si poneva anche alla Svizzera il compito di reintrodurre un maggior grado di libertà negli scambi di beni e servizi e, con essi, nel sistema dei pagamenti. Questo obiettivo si rivelò difficile e fu perseguito gradualmente, dapprima con l'ausilio di accordi bilaterali e con l'erogazione di crediti. Ma quando nel 1949 i paesi dell'Europa occidentale sotto la pressione e con il sostegno degli Stati Uniti concordarono, nel quadro del Piano Marshall, il progressivo ritorno a relazioni economiche e valutarie multilaterali, e crearono l'Unione europea dei pagamenti (UEP), il Consiglio federale riconobbe che l'isolamento non era nell'interesse del Paese. Esso si decise dunque a favore dell'adesione, anche se la Svizzera non rientrava fra i beneficiari del Piano Marshall. L'UEP creò le premesse per un'ampia liberalizzazione del commercio e dei pagamenti, spianando la strada all'Accordo monetario europeo (AME) del 1958. Fu così possibile ripristinare la convertibilità esterna, ossia la libera compravendita delle principali valute da parte di non residenti.

1 Desidero ringraziare Patrick Halbeisen per la generosa assistenza generale, Stefanie Schnyder e Evelyn Ingold per la laboriosa raccolta e la sapiente elaborazione dei dati contenuti nelle tabelle. Alla BNS esprimo la mia gratitudine per avermi offerto la possibilità di compiere presso la Bank of England di Londra uno studio approfondito della documentazione riguardante la nostra banca centrale.

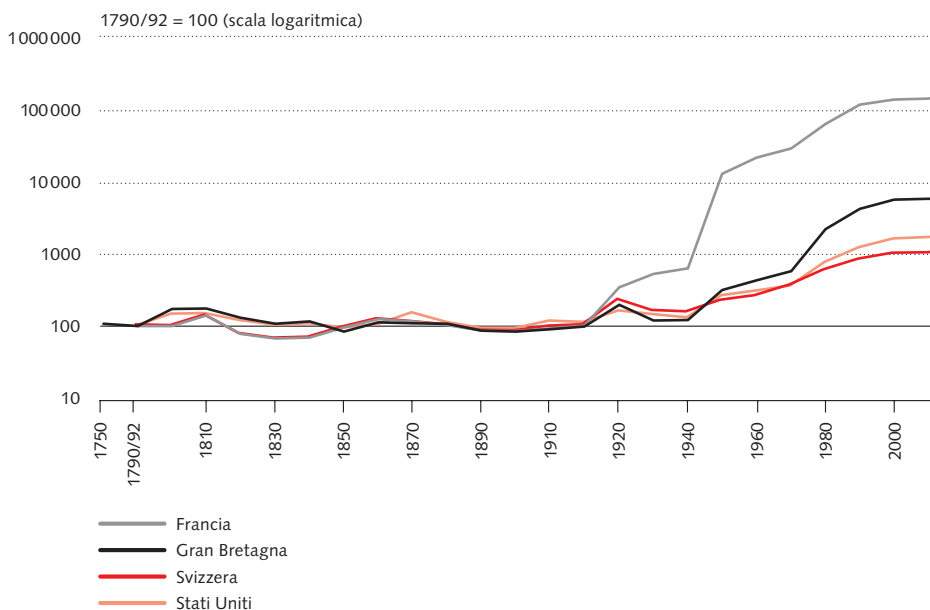
A Hans Bär, John Lademann, Kurt Schiltknecht, Günther Schleiminger e Hans Stahel va il mio ringraziamento per aver accettato di rilasciare un'intervista che mi ha fornito preziose informazioni storiche.

Il ritorno alla convertibilità fu realizzato nell'ambito del sistema di Bretton Woods, che rappresentava una versione attenuata del sistema aureo con tassi di cambio fissi e prevedeva facilitazioni creditizie in presenza di temporanee difficoltà di bilancia dei pagamenti. In base a questa variante indebolita del tallone aureo, la possibilità di convertire oro (convertibilità aurea) in dollari (presso il Tesoro statunitense) e viceversa, al prezzo fisso di 35 dollari per oncia di fino (parità aurea), non era più aperta a tutti ma valeva solo per le autorità monetarie. La Svizzera, pur essendo entrata a far parte delle istituzioni di Bretton Woods solo nel 1992 (cfr. 6.2), era comunque collegata a questo sistema attraverso la libera convertibilità e il regime di cambi fissi.

Tuttavia, a poco più di un decennio dal passaggio alla convertibilità, il sistema di Bretton Woods sarebbe crollato. Le cause risiedono nel fatto che gli Stati Uniti, in particolare, ma anche altri paesi, non si attenevano più alle regole del sistema aureo, bensì attuavano politiche monetarie espansive. Per gli Stati Uniti le conseguenze furono un accumulo di disavanzi di bilancia dei pagamenti e deflussi di oro; per i paesi orientati alla stabilità, come la Svizzera e la Germania, un'inflazione importata, in quanto gli afflussi non compensati di divise e di oro accrescevano a dismisura la base monetaria. A causa del calo delle riserve auree statunitensi, nell'agosto 1971 il presidente Nixon pose fine alla convertibilità aurea limitata, costringendo i principali paesi a passare a un sistema di cambi flessibili nell'agosto 1973. Ciò si traduceva per le banche centrali coinvolte in un decisivo ampliamento dei loro poteri, poiché acquisivano, per la prima volta, la possibilità di attuare una politica monetaria autonoma.

Nel dopoguerra, di fronte agli adattamenti resi necessari dai problemi menzionati in precedenza, la BNS, così come il legislatore, assunsero un atteggiamento esitante. Le speranze furono a lungo riposte in un ritorno al sistema aureo puro. Pertanto, la difesa del prezzo dell'oro in franchi (parità aurea), fissato per legge, rappresentò la linea direttrice principale della politica della BNS fino al 1973. Il mantenimento della parità aurea si traduceva in corrispondenti tassi di cambio fissi nella misura in cui altri paesi non modificavano le loro parità nei confronti del dollaro. Sul piano formale, il regime aureo fu abolito solo nel 2000 con un emendamento della Costituzione (cfr. 9.2). Questa politica della BNS, prevalentemente condivisa per molto tempo dalla Confederazione, da ambienti politici, economici e accademici, era in certa misura comprensibile se si considera che nel dopoguerra il sistema di Bretton Woods aveva pur sempre consentito di ripristinare un sistema aureo internazionale, quantunque indebolito. Inoltre, l'esperienza maturata con la moneta aurea prima del 1914 era stata alquanto positiva: diversamente dai regimi valutari che sarebbero seguiti, essa aveva garantito la stabilità dei

Figura 2.1
Andamento degli indici del costo della vita in quattro paesi sviluppati, 1750–2006



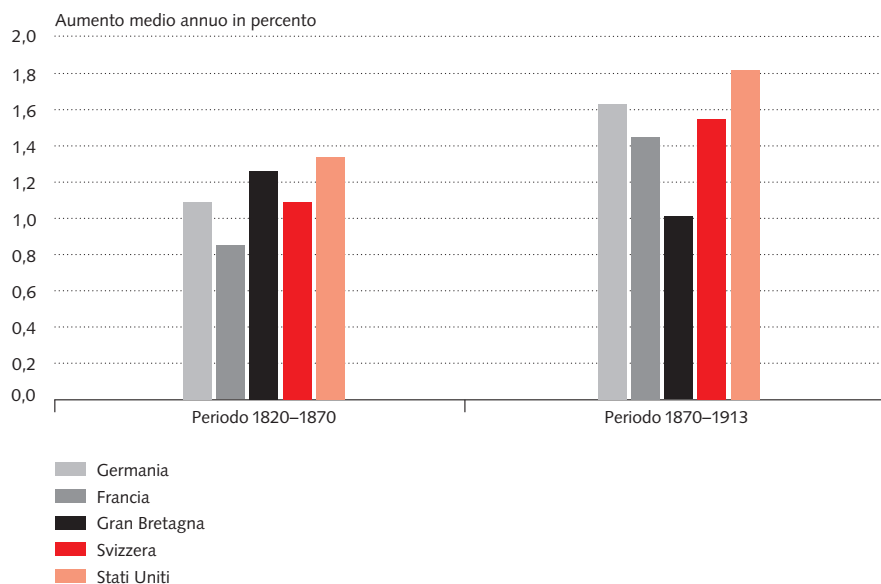
Fonti: Mitchell (1976), FMI (1980 segg.).

prezzi a lungo termine, senza ostacolare una crescita duratura del prodotto nazionale lordo pro capite (cfr. figure 2.1 e 2.2).

Oltre alla difesa della parità del franco e quindi dei tassi di cambio fissi nei confronti delle principali monete, la seconda linea direttrice seguita dalla BNS consisteva nel mantenere l'espansione della quantità di moneta entro i limiti compatibili con la crescita dell'economia, in modo da evitare possibili sviluppi inflazionistici. I due obiettivi erano destinati a collidere e quindi a creare una serie di difficoltà.

La Svizzera, in quanto paese neutrale, era uscita relativamente indenne dalla seconda guerra mondiale e aveva persino mantenuto la convertibilità del franco verso gran parte delle valute estere e dell'oro. Il fatto che la parità aurea non fosse stata adeguata e che il tallone aureo con i suoi meccanismi di aggiustamento fosse crollato in seguito alla Grande Depressione – in aggiunta alla situazione economica relativamente buona in cui si trovava il Paese – aveva determinato una sottovalutazione del franco. Il risultato era un'eccedenza di bilancia dei pagamenti accompagnata da afflussi di oro e di divise verso la Banca nazionale, che essa aveva cercato di arginare, insieme alla Confederazione, mediante un dispositivo di difesa. Gli acquisti di oro e di divise

Figura 2.2
Crescita media annua del PNL pro capite in cinque paesi occidentali,
1820–1913



Fonte: Maddison (2001), p. 186.

provocavano infatti una dilatazione della base monetaria con effetti inflazionistici. Negli anni quaranta questo dispositivo, che l'economista basilese Edgar Salin definì felicemente *Devisenbann-Wirtschaft*², era costituito da un doppio mercato del dollaro e da contingenti di esportazione. Per questo aspetto, la situazione in Svizzera contrastava nettamente con le condizioni monetarie prevalenti in gran parte degli altri paesi, tra cui Gran Bretagna e Francia, dove il livello troppo alto al quale erano state fissate le rispettive parità causava una carenza di valute e di oro, ciò che aveva indotto questi paesi a introdurre rigidi controlli sui movimenti di capitali in uscita.

Il sistema di difesa contro gli afflussi di fondi esteri fu mantenuto in Svizzera anche dopo il passaggio alla convertibilità, alla fine del 1958, e persino dopo il crollo del sistema di Bretton Woods con l'adozione dei tassi di cambio flessibili nel 1973. La ragione sta nel fatto che, in un regime di flessibilità dei cambi, gli scostamenti eccessivi dei tassi di cambio rispetto alla parità di potere d'acquisto con i paesi partner sono frequenti³. Per la Svizzera ciò

2 Cfr. Salin (1964).

3 Per un'analisi storica del fenomeno, cfr. Bernholz (1982).

comportava in genere una sopravvalutazione del franco, particolarmente indesiderata per un paese di piccole dimensioni, data l'importanza che vi riveste l'industria di esportazione, i cui prodotti all'estero diventavano più cari. Le autorità fecero quindi ricorso a misure di protezione volte a limitare gli afflussi di capitali dall'estero: ad esempio, con il divieto posto agli investimenti di fondi stranieri, i tassi negativi applicati sui conti bancari in Svizzera di non residenti e le restrizioni alla raccolta di capitali all'estero.

Oltre al sistema di protezione contro gli afflussi valutari, rivelatosi per lo più inefficace e quindi abolito nel 1979, la politica monetaria e valutaria svizzera negli anni sessanta è stata caratterizzata anche dagli interventi per il salvataggio del sistema di cambi fissi di Bretton Woods mediante la concessione di crediti internazionali, in ottemperanza alla sua prima linea direttrice, quella cioè di mantenere invariato il valore del franco in oro. Questo comportava un sostanziale cambiamento nella politica valutaria della BNS, poiché sino ad allora solo la Confederazione era considerata competente in materia di crediti internazionali. Successivamente, l'assunzione di una politica monetaria autonoma con il passaggio ai tassi di cambio flessibili segnò una svolta ancor più importante che sarebbe sfociata, come già accennato, in un conflitto tra la politica finalizzata alla stabilità dei prezzi e l'obiettivo di contenere la sopravvalutazione del franco.

Un altro aspetto che contrassegnava la politica monetaria e valutaria, come del resto l'intera politica economica svizzera, era il coinvolgimento istituzionale, inconsueto in altri paesi, di gruppi di interesse nel processo decisionale. La peculiarità svizzera traeva presumibilmente origine da una serie di caratteri distintivi del sistema politico, come la democrazia diretta che si esprimeva attraverso i referendum e le iniziative popolari, il governo basato sul principio della concordanza (una sorta di grande coalizione), il federalismo e un'amministrazione statale rimasta per molti anni di dimensioni relativamente modeste. Tra i protagonisti figuravano soprattutto il *Vorort* (Unione svizzera del commercio e dell'industria, USCI), l'Associazione svizzera dei banchieri, ma anche le grandi banche e le associazioni di categoria come quelle dell'industria orologiera e tessile. L'importanza delle regolamentazioni non statali nella politica monetaria e valutaria è rispecchiata anche dai veri e propri contratti, o cosiddetti *gentlemen's agreements*, conclusi dalla BNS con l'Associazione dei banchieri, le grandi banche e l'industria orologiera e tessile.

Nella successiva sezione 2.2 saranno innanzitutto esaminati gli sviluppi durante il periodo che si è concluso con la fine dell'Unione europea dei pagamenti e il passaggio alla convertibilità. La sezione 2.3 si sofferma sui cambiamenti

interventuti nella politica monetaria e valutaria della BNS in connessione con i tentativi di stabilizzare il sistema di Bretton Woods. Infine, la sezione 2.4 analizza lo sviluppo di una strategia basata sulla gestione della massa monetaria, e i suoi effetti, dopo l'adozione dei tassi di cambio flessibili.

2.2 L'uscita dall'isolamento e l'esitante abbandono del sistema di difesa contro gli afflussi valutari

2.2.1 Politica economica estera

Alla fine della seconda guerra mondiale, la Svizzera era posta di fronte a rilevanti problemi politici ed economici, anche se poteva vantare un apparato produttivo intatto, abbondanti riserve ufficiali di oro e di valute e la piena convertibilità del franco, divenuto perciò una moneta ambita a livello internazionale. Le difficoltà derivavano in parte dall'interruzione delle relazioni commerciali con i paesi europei danneggiati dalla guerra, e in particolare dal crollo della Germania che aveva privato la Svizzera del suo principale partner commerciale. Ciò le precludeva l'accesso alle importazioni di materie prime e generi alimentari necessari all'industria e alla popolazione. Inoltre, le forze alleate sotto la regia degli Stati Uniti rimproveravano alla Svizzera di aver agevolato gli sforzi bellici delle potenze dell'Asse, specie la Germania⁴. Anche la BNS, si affermava, aveva fornito un sostegno alla Germania mediante acquisti di oro tedesco, che la Reichsbank si era in parte procurata in modo illecito. Prima ancora della loro entrata in guerra, gli Stati Uniti avevano bloccato tutte le attività patrimoniali detenute nel loro paese, oltre che dalla Germania e dall'Italia, anche dai paesi europei neutrali. Tra queste rientravano le riserve auree e valutarie della BNS, che erano state congelate non solo negli USA ma anche in Gran Bretagna e Canada. Dopo la liberazione della Francia, furono addirittura interrotti i trasporti ferroviari di beni che erano stati acquistati dalla Svizzera e si trovavano in quel momento ammassati nella penisola iberica. Per la politica della Banca nazionale era particolarmente importante che già durante la guerra la Svizzera avesse conseguito un avanzo della bilancia commerciale nei confronti della maggioranza dei paesi. Il conseguente afflusso di oro e di divise aveva incrementato la base monetaria (o moneta della banca centrale), costituita dalle banconote in circolazione e dai depositi delle banche presso la BNS, alimentando l'inflazione. Il saldo commerciale era in attivo anche nei confronti degli Stati Uniti. Le corrispondenti disponibilità in dollari erano state convertite in oro dalla BNS, ma non

4 Cfr. Spahni (1977), pp.25 seg. e p.39; Durrer (1984), p.172.

potevano essere impiegate per l'acquisto di merci al di fuori degli Stati Uniti, essendo state bloccate. D'altra parte, la Banca nazionale doveva versare agli esportatori, per evitarne la bancarotta, il corrispettivo in franchi dei ricavi in dollari ottenuti dalla vendita di merci negli Stati Uniti, e ciò andava ad accrescere a sua volta la base monetaria⁵.

In tali circostanze, la Confederazione e la Banca nazionale dovevano necessariamente agire al più presto e ad ampio raggio per normalizzare le relazioni economiche esterne. Il presupposto per una rimozione del blocco degli averi all'estero da parte degli Alleati occidentali fu l'Accordo di Washington del 1946. Tuttavia, la sua attuazione si protrasse per diversi anni, perché gli Alleati richiedevano una «certificazione» di tutte le attività detenute all'estero per poter individuare, ai fini di un'espropriazione, qualsiasi presunto patrimonio di appartenenza nemica. La Svizzera aveva inoltre dovuto versare agli Alleati, per indurli all'accordo, una somma di 250 milioni di franchi. Su questo pagamento si tornerà a parlare in seguito, poiché esso richiese la partecipazione della BNS ed ebbe quindi ripercussioni anche sui suoi rapporti con la Confederazione.

I provvedimenti adottati e gli accordi conclusi dalla Svizzera per uscire dall'isolamento commerciale sono già stati più volte descritti e sarà qui sufficiente un breve accenno⁶. Dopo aver raggiunto una prima intesa (il cosiddetto Accordo Currie), l'8 marzo 1945, gli Alleati allentarono le restrizioni all'importazione. Per procurarsi alcune merci scarsamente disponibili la Svizzera doveva però servirsi dell'intermediazione degli Alleati, le cui linee di navigazione non erano in grado di fornire alla Svizzera le stive necessarie. Questi vincoli si attenuarono dopo la fine della guerra con il Giappone. Nei giochi di potere in atto, i punti di forza degli Alleati consistevano nei patrimoni esteri bloccati e nel controllo di molte materie prime e vie di accesso. Le carte vincenti della Svizzera erano il suo apparato produttivo integro, che poteva essere utilmente impiegato per la ricostruzione dell'Europa, e le abbondanti riserve valutarie, che le consentivano di erogare prestiti internazionali. Ma tali prestiti, nella misura in cui servivano al finanziamento delle importazioni dalla Svizzera, determinavano un aumento della base monetaria. Un primo credito di 250 milioni di franchi fu accordato già il 22 marzo 1945 alla Francia, che in contropartita si dichiarava disposta, tra l'altro, a riaprire il proprio porto di Marsiglia alle importazioni svizzere. Inoltre, nel quadro di un accordo commerciale concluso in autunno sempre con la Francia, la Svizzera

5 Per un approfondimento delle relazioni finanziarie, cfr. Durrer (1984).

6 Cfr., ad esempio, Spahni (1977).

riuscì a ottenere, dopo tenaci trattative, la fornitura di merci, tra cui il carbone, dietro minaccia di bloccare la seconda *tranche* del credito. Nel 1945 e 1946 seguirono accordi economici e di pagamento con Belgio, Paesi Bassi e Gran Bretagna, alla quale fu concesso un importante credito nell'ambito dell'accordo di pagamento. Tuttavia, a causa dell'ingente disavanzo nell'interscambio bilaterale, la Svizzera limitò ben presto le proprie esportazioni verso la Gran Bretagna.

La normalizzazione dei rapporti commerciali con gli Stati Uniti si rivelò più difficile. Per promuovere la propria industria, gli Stati Uniti insistevano su una limitazione delle esportazioni svizzere di orologi, chiedendo in sostituzione la fornitura di macchinari per l'orologeria. Viceversa, la Svizzera era interessata a tutelare la propria industria di orologi, ma fu costretta a fare concessioni su entrambi i fronti per poter giungere a una regolamentazione delle relazioni commerciali. Richieste analoghe furono avanzate dalla Gran Bretagna. Nonostante tutte queste difficoltà, entro la fine del 1946 e gli inizi del 1947 fu possibile ristabilire rapporti commerciali bilaterali con quasi tutti i paesi europei, e ciò consentì in certa misura di tutelare, ovvero includere negli accordi, anche le tradizionali industrie di esportazione svizzere, che in molti casi producevano beni cosiddetti *non-essential*, e l'industria del turismo. Data la scarsa disponibilità di valute della maggior parte dei paesi europei, questo successo non era affatto scontato e fu raggiunto solo grazie a sforzi persistenti. Si trattava ora di assicurare dapprima il mantenimento e l'ulteriore estensione di queste relazioni commerciali e di puntare infine a un sistema multilaterale, in quanto nelle relazioni commerciali bilaterali, diversamente da quanto avviene in un sistema multilaterale, il volume dell'interscambio è sostanzialmente limitato dalla capacità di fornitura dei partner più deboli.

2.2.2 *La politica monetaria e valutaria e i controlli sull'afflusso di capitali*

Nel quadro sopra delineato si iscrive la politica monetaria e valutaria seguita dalla BNS fino alla svalutazione della sterlina e di varie altre valute nell'autunno 1949 e fino all'istituzione dell'UEP. Con le parità di cambio allora esistenti, il problema di fondo erano i saldi attivi dei conti con l'estero e della bilancia commerciale della Svizzera. Come mostrano le citate svalutazioni del 1949 e le perduranti eccedenze svizzere registrate anche dopo questi aggiustamenti, con un tasso di cambio invariato rispetto al dollaro la moneta elvetica era sottovalutata. La BNS era però di diverso avviso, tanto più che l'eccedenza commerciale aveva ceduto gradualmente il passo a un disavanzo.

Il conflitto tra sottovalutazione del cambio e controllo della crescita monetaria

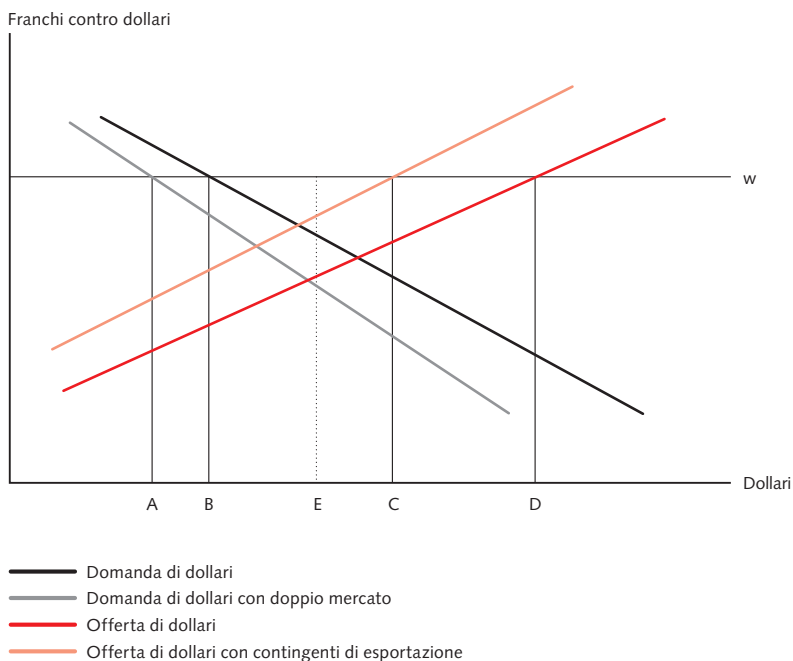
La Direzione generale della BNS sperava in una graduale normalizzazione, anche lasciando invariata la vigente parità aurea, ma il suo mantenimento era in contrasto con l'esigenza di contenere la crescita della base monetaria. La BNS cercò di fronteggiare questo problema attraverso la creazione di un doppio mercato dei cambi, in particolare per il dollaro che rappresentava in tutti gli altri paesi la valuta più ricercata e meno abbondante, e un sistema di disincentivazione degli afflussi valutari. A ciò si aggiunse il 2 marzo 1945 un decreto federale, promosso su richiesta degli Alleati, che vietava l'importazione, l'esportazione e il commercio di biglietti di banca stranieri. Questi provvedimenti furono integrati per un certo tempo da vendite di oro ai prezzi correnti sul libero mercato e da altre misure come le acquisizioni di oro da parte della Confederazione. Tutti questi interventi miravano a impedire o a ridurre gli afflussi di oro e di divise i quali, se accettati dalla BNS in contropartita di franchi, avrebbero accresciuto la base monetaria con effetti inflazionistici.

Per meglio comprendere queste connessioni, la figura 2.3 riporta la domanda e l'offerta di dollari in funzione del prezzo in franchi del dollaro, nonché il corso ufficiale del dollaro risultante dalle parità auree, ossia il suo prezzo ufficiale in franchi. Quanto più alto è il prezzo del dollaro tanto maggiore è l'offerta e tanto minore la domanda di dollari. Al corso ufficiale del dollaro, esiste un eccesso di offerta di dollari pari a $D-B$. In assenza di ulteriori misure, la BNS avrebbe dovuto acquistare questa offerta eccedente con franchi per mantenere invariato il prezzo ufficiale, ossia la parità del dollaro. Tuttavia, ciò avrebbe determinato un aumento della base monetaria pari a franchi $w(D-B)$, con conseguenze inflazionistiche se il prodotto nazionale lordo non fosse cresciuto in misura proporzionale. In questo caso si parla comunemente di inflazione importata.

I primi provvedimenti adottati dalla BNS per far fronte all'offerta eccedente di dollari sono consistiti in una rigorosa applicazione del dispositivo di controlli sugli afflussi di divise. Due erano le componenti principali del sistema. In primo luogo, i contingenti sulle esportazioni, i cui introiti potevano essere regolati al corso ufficiale del dollaro. Nella figura 2.3, ciò è rappresentato dallo spostamento verso sinistra della curva di offerta del dollaro (linea rosa), per cui l'eccedenza di dollari si riduce a $C-B$. Questa restrizione fu introdotta il 1° marzo 1944 per l'industria orologiera e dal 1° gennaio 1945 per l'intera industria (con validità rispettivamente fino a gennaio 1945 e maggio 1947).

In secondo luogo, il mercato ufficiale del dollaro fu circoscritto alle sole operazioni cosiddette commerciali alle quali si applicavano le parità di cambio

Figura 2.3
Rappresentazione schematica del doppio mercato del dollaro



w: tasso di cambio risultante dalla parità aurea

ufficiali, mentre le restanti operazioni dovevano essere regolate a tassi di cambio fluttuanti sul libero mercato, il cosiddetto mercato del dollaro finanziario. Poiché su quest'ultimo il tasso di cambio era naturalmente più basso, ne conseguiva che, in assenza di ulteriori provvedimenti, gli importatori avrebbero utilizzato solo quel mercato per i loro acquisti di dollari. Di conseguenza, non molto dopo il blocco degli averi svizzeri negli Stati Uniti, fu deciso di vietare il finanziamento delle importazioni sul mercato libero. Si può comunque ritenere che non tutte le importazioni venissero regolate al corso ufficiale. Nella figura 2.3, ciò è illustrato da uno spostamento a sinistra della curva di domanda (linea grigia).

Tuttavia, le misure descritte non bastarono a eliminare del tutto l'offerta eccedente di dollari C–A. Anche dopo l'introduzione del doppio mercato, permaneva un eccesso di offerta sul mercato ufficiale, rappresentato nella figura 2.3 da C–E, mentre la parte restante, E–A, veniva dirottata sul mercato finanziario. Siccome la BNS non interveniva su quel mercato, doveva acquistare dollari solo per w (C–E) franchi sul mercato commerciale per mantenere la parità del dollaro.

Nell'intento di contenere l'aumento della base monetaria risultante dalle acquisizioni di dollari, furono varati diversi provvedimenti. Anzitutto fu congelato, per la durata di tre anni su conti presso la BNS, il 50% di tutti gli introiti in dollari delle esportazioni⁷, mentre il restante 50% veniva regolato immediatamente in franchi dalla BNS. Inoltre, furono effettuate da parte della banca centrale vendite di lingotti e monete di oro sul mercato in contropartita di franchi, riducendo in tal modo la crescita della quantità di moneta. In sostanza, impiegando l'oro la BNS praticava una politica di mercato aperto in senso restrittivo. Infine, come terzo intervento di assorbimento della liquidità, a partire dal 1943 la Confederazione si accollò una parte dell'offerta eccedente di dollari dopo la loro conversione in oro. Dato che il controvalore in franchi necessari alla Confederazione per l'acquisto veniva finanziato dalle entrate fiscali o dai ricavi delle emissioni obbligazionarie, la base monetaria non subiva alcun aumento.

La scissione del mercato dei cambi

La scissione del mercato del dollaro fu attuata il 7 settembre 1941, tre mesi dopo il blocco degli averi svizzeri da parte degli Stati Uniti, attraverso la conclusione di un *gentlemen's agreement* tra la BNS e le banche svizzere. Queste si impegnavano a impiegare per il regolamento delle importazioni esclusivamente gli introiti in dollari derivanti da esportazioni di merci, pagamenti per assicurazioni, normali esigenze delle rappresentanze diplomatiche, scopi assistenziali e di beneficenza e spese di sostentamento in casi di necessità. A queste transazioni veniva applicato il corso ufficiale di 4.30 franchi per dollaro. La BNS si impegnavano ad acquistare la restante eccedenza di dollari allo stesso tasso di cambio. A tali misure seguirono nel 1942 un altro accordo con le banche e poco dopo un decreto federale sulle limitazioni poste alle importazioni, esportazioni e commercio di oro.

Le vendite di oro da parte della BNS erano iniziate già nel 1940/41 e si conclusero solo nel settembre 1947. Il loro controvalore complessivo fu di 1388 milioni di franchi, di cui la parte maggiore (468 milioni) venne realizzata nel 1947⁸. Fino al 1944 questa politica serviva anche a stabilizzare il prezzo dell'oro. A ciò si aggiunsero ingenti cessioni di oro destinate all'industria.

Le acquisizioni di oro da parte della Confederazione ebbero inizio nel 1943. La consistenza massima delle disponibilità auree federali fu raggiunta

7 BNS (1957), pp. 109 segg.

8 BNS (1957), pp. 129 seg.

nel 1947, con un valore pari a 1258 milioni di franchi; di questo importo 463 milioni appartenevano agli esportatori, i cui depositi erano stati congelati, ma che a conclusione del periodo triennale di blocco dovevano essere rimborsati. Il finanziamento delle disponibilità auree comportava oneri piuttosto elevati per la Confederazione, per cui nel 1947, in presenza di una certa distensione sul mercato del dollaro, la BNS aveva accettato di acquisire successivamente gran parte delle restanti riserve auree della Confederazione. Tali riserve erano già servite in precedenza al pagamento di 250 milioni di franchi dovuto agli Alleati nel quadro dell'Accordo di Washington, e al quale la BNS aveva partecipato con uno stanziamento di 100 milioni di franchi alla Confederazione (cfr. 2.2.3). Nel 1948 le disponibilità auree della Confederazione erano pertanto scese a 182 milioni di franchi, ma sarebbero nuovamente salite nel successivo biennio in seguito a un aumento delle eccedenze di bilancia dei pagamenti⁹.

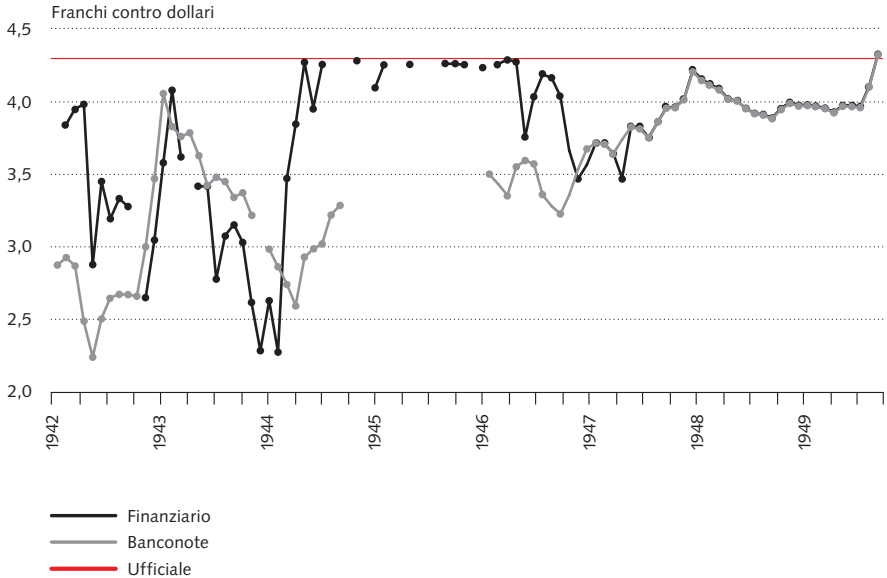
Il mercato del dollaro finanziario, inizialmente circoscritto a New York, si estese nel dopoguerra anche alla Svizzera. Nel 1944 il tasso di cambio del dollaro toccò temporaneamente un minimo di 2.29 franchi per poi tornare a salire dopo la fine della guerra (cfr. figura 2.4).

Come risulta dalla sua esposizione dinanzi al Consiglio di banca, organo di sorveglianza della BNS, e dai provvedimenti adottati, la Direzione generale era dell'avviso che la crescita della moneta della banca centrale, e quindi della massa monetaria nel suo complesso, avrebbe avuto effetti inflazionistici. Essa condivideva pertanto la teoria quantitativa della moneta e perseguiva l'obiettivo della stabilità dei prezzi. La sua politica era tuttavia contraddittoria nella misura in cui il mantenimento della parità aurea prefissata, e quindi della parità del dollaro, era un fattore determinante all'origine dell'eccesso di offerta di dollari e con esso dell'aumento della base monetaria. Oltre a ciò, l'obbligo per gli importatori di acquistare i dollari al tasso di cambio ufficiale accresceva il costo e riduceva il volume delle importazioni, contribuendo a sua volta a far lievitare i prezzi (cfr. figura 2.3).

Un fenomeno negativo che accompagnava inevitabilmente l'esistenza di un doppio mercato era una certa arbitrarietà. Poiché la linea di demarcazione tra operazioni commerciali e finanziarie era incerta tanto quanto lo erano i casi motivati da utilità collettiva, beneficenza o stato di necessità, la BNS si vedeva costretta a decidere su una miriade di richieste di conversione di dollari al corso ufficiale e autorizzazioni di operazioni al corso del dollaro finanziario. Una certa arbitrarietà era quindi inevitabile. Come

9 BNS (1957), pp. 131 segg.

Figura 2.4

Tassi di cambio del dollaro: ufficiale, finanziario e banconote, 1942–1949

Fonti: Käch (1954), Basler Kantonalbank (1923–1950), BNS, corsi del dollaro finanziario (diversi anni).

si può rilevare dalla tabella A 2.1 in appendice, negli anni 1946/47, scelti qui a titolo di esempio, la Direzione generale dovette decidere in merito a 225 richieste. Ciò significava che ciascuna delle sue riunioni per lo più settimanali era in genere dedicata all'esame delle istanze, senza considerare i lavori preparatori condotti dagli uffici competenti. Dalla classificazione delle domande si può rilevare che la Direzione generale non sempre si atteneva al quadro regolamentare: basti considerare le istanze presentate da Comuni, privati, settore turistico e organizzazioni internazionali che riuscirono a beneficiare di deroghe. La concessione di un'autorizzazione recava al richiedente non pochi vantaggi economici e questo influiva sicuramente sulla frequenza delle richieste e sulla loro formulazione. Va fatto notare che, nei due anni considerati, i guadagni ottenuti grazie alle istanze autorizzate ammontarono rispettivamente a circa 8,4 e 9,5 milioni di franchi (tabella A 2.2). Il valore attuale misurato sull'andamento dei prezzi al consumo sarebbe di circa 40 milioni di franchi.

Né si può dire che le decisioni della Direzione generale fossero sempre esenti da qualsiasi legittimo dubbio. La discrezionalità spesso inevitabile può essere documentata sulla base di alcuni esempi. Essa si manifestava anzitutto in una discriminazione a danno del settore privato, in quanto l'impiego del

dollaro finanziario per le importazioni di merci era spesso limitato alla sola Confederazione¹⁰. Ben più significativi sono altri casi: ad esempio, la richiesta inoltrata da un funzionario del Dipartimento federale delle finanze (DFF), per la conversione di 9100 dollari destinati all'acquisto di una piccola abitazione per i suoi genitori rientrati in Svizzera, fu autorizzata perché, come attesta il 2° Dipartimento che appoggiò la richiesta «[trattasi] di un amico stretto del capo del Dipartimento federale delle finanze e delle dogane»¹¹. Un altro caso riguardava la richiesta avanzata dal primo segretario della legazione americana a Berna, che evidentemente non si voleva contrariare. Egli aveva presentato alla Banca Popolare Svizzera un assegno di 3500 dollari per la conversione al corso ufficiale, destinato alla costruzione di uno chalet a Gstaad: la richiesta fu autorizzata dietro raccomandazione del 2° Dipartimento¹². Un terzo esempio lo fornisce l'accettazione al corso ufficiale di un credito di 10000 dollari alla ditta Morgan & Co, richiesta dal benemerito ministro Walter Stucki, che aveva partecipato all'Accordo di Washington¹³.

Il doppio mercato costituiva inoltre una sorta di sovvenzione alle esportazioni, mentre gli importatori e i consumatori venivano danneggiati dai più alti prezzi dei beni importati. Non va neppure trascurato il fatto che la suddivisione del mercato e i controlli sugli afflussi valutari incentivavano una maggiorazione delle fatture delle esportazioni e una sottofatturazione delle importazioni, perché in quest'ultimo caso l'importo mancante poteva essere reperito a condizioni più vantaggiose sul mercato libero. Era altresì possibile eludere le regole attraverso operazioni triangolari: un'impresa acquistava merci con dollari finanziari a condizioni favorevoli, ad esempio negli Stati Uniti, e ne disponeva la consegna in un paese terzo, dal quale venivano poi importate in Svizzera al tasso di cambio ufficiale. Simili elusioni e scappatoie sono l'inevitabile conseguenza di interventi statali nel mercato e generano necessariamente sempre nuovi interventi, come ha illustrato già in passato Ludwig von Mises¹⁴.

Inoltre, sorgevano difficoltà per le imprese che ottenevano gran parte dei loro introiti da servizi o dai ricavi della produzione delle loro filiali all'estero, mentre i costi erano principalmente sostenuti in franchi. Così la Ciba, importante industria del settore chimico, denunciò nel marzo 1949 crescenti difficoltà finanziarie: a causa della sempre più serrata concorrenza, si rendevano

10 BNS, verbale della Direzione generale (1948), 5 marzo, n. 301.

11 BNS, verbale della Direzione generale (1947), 10 luglio, n. 908.

12 BNS, verbale della Direzione generale (1946), 21 giugno, n. 707.

13 BNS, verbale della Direzione generale (1946), 6 settembre, n. 1115.

14 Cfr. Mises (1929).

necessari investimenti in Svizzera, che richiedevano il trasferimento di un importo di 2,5 milioni di dollari dalle sue partecipazioni negli Stati Uniti, per cui essa avanzò istanza di conversione al corso ufficiale. Il presidente della Direzione generale, Paul Keller, espresse parere contrario all'autorizzazione: in definitiva, si doveva assicurare parità di trattamento alle industrie e alle banche; tutt'al più era ipotizzabile un'autorizzazione in *tranches*. Su proposta del responsabile del 3° Dipartimento, Alfred Hirs, fu infine autorizzata la conversione di 500000 dollari con la prospettiva di un futuro riesame. Un'istanza della Swissair nell'agosto 1949 richiamò l'attenzione su un altro tipo di problemi. In base alle disposizioni vigenti, la società doveva procurarsi al corso ufficiale i dollari necessari all'acquisto di velivoli negli Stati Uniti; viceversa, il ricavato in dollari dei passaggi aerei poteva essere convertito in franchi solo al più basso corso finanziario, trattandosi in questo caso di servizi. Un utilizzo diretto degli incassi per l'acquisto di aeroplani non era consentito, svantaggiando così la posizione della compagnia aerea svizzera rispetto alla concorrenza estera. Le opinioni della Direzione generale sulla soluzione del caso erano divergenti. Solo nella riunione successiva fu deciso di assicurare alla Swissair un trattamento benevolo per le sue richieste di conversione, che comunque dovevano essere riesaminate ogni mese sulla base della relativa documentazione¹⁵.

Da ultimo, tutti gli interventi fin qui descritti causavano un forte aumento degli oneri burocratici, che in Svizzera furono peraltro trasferiti in buona parte ad associazioni di categoria private alle quali spettava, per esempio, di confermare la correttezza dei documenti di accompagnamento delle importazioni. In ogni caso, nel 1949 l'Ufficio federale di compensazione, cui competeva tra l'altro il controllo delle misure in questione, presentava ancora un organico di 820 dipendenti, che sarebbe sceso a 32 nel 1964. Esso fu soppresso solo alla fine del 1978. L'Ufficio di controllo dei prezzi raggiunse il numero massimo di dipendenti nel 1944 con 381 unità, ma nel 1948 vi erano ancora occupate 274 persone. Durante la guerra e nel dopoguerra, il personale del DFF passò dalle 4290 unità nel 1930 alle 5510 nel 1949, anche se non è possibile stabilire quante risorse abbia assorbito il lavoro connesso con le restrizioni valutarie.

15 Per la domanda inoltrata dalla Ciba: BNS, verbale della Direzione generale (1949), 17 marzo, n. 297. Per quelle della Swissair: BNS, verbale della Direzione generale (1949), 25 agosto, n. 910 e 8 settembre, n. 954.

Il controllo amministrativo del mercato dell'oro

Problemi analoghi sorgevano a causa delle limitazioni poste alle transazioni in oro, in vigore in diversa misura dal 1942 al 1952. Nel 1948, ad esempio, il numero delle richieste, pari a 468 (tabella A 2.3.1), superava addirittura quello delle operazioni valutarie. Anche in questo ambito non sono mancate discutibili decisioni discrezionali, come mostra già il fatto che talune autorizzazioni erano subordinate a condizioni. Si trattava inoltre di quantitativi rilevanti che raggiungevano per le importazioni di oro circa 21 tonnellate e per le esportazioni 9 tonnellate. Le possibilità di guadagno, ad esempio per le autorizzazioni all'esportazione, erano ugualmente notevoli, come si evince dalla differenza di 14 milioni di franchi tra il prezzo massimo dell'oro in Svizzera e il valore di mercato all'estero delle esportazioni autorizzate (tabella A 2.3.2).

Nel febbraio 1947 la BNS sospese la vendita di lingotti di oro e nel settembre dello stesso anno anche quella delle monete auree, poiché «le monete d'oro cedute dalla Banca nazionale prendevano sempre più spesso la via dell'estero. L'oro era divenuto uno strumento della speculazione e del contrabbando internazionale»¹⁶. La Direzione generale riteneva che i franchi necessari all'acquisto di oro venissero acquistati sul mercato libero del dollaro, determinando così una pressione indesiderata sul corso del dollaro finanziario¹⁷. La sospensione delle vendite del metallo rese ancor più problematica la regolazione del mercato dell'oro. Siccome la BNS aveva continuato a fornire oro per uso industriale, le relative richieste di acquisto, come prevedibile, registrarono un'impennata dopo la sospensione delle vendite sul mercato libero. Era inoltre aumentato il mercato nero dell'oro, come era dimostrato, secondo il responsabile del 2° Dipartimento, dal sensibile incremento delle giacenze di oro nelle zone franche doganali e in depositi privati attestato dalle bolle di accompagnamento¹⁸.

Si dovettero occupare della politica dell'oro anche i tribunali incaricati di perseguire penalmente le violazioni delle leggi e dei regolamenti emanati soprattutto durante la guerra e nel periodo postbellico per l'attuazione degli interventi di mercato. I continui cambiamenti nella politica aurea della BNS resero sempre più difficile definire il grado di pena per le trasgressioni, perché questo dipendeva dalla gravità dell'infrazione e dalla regolamentazione in vigore al momento della violazione. Così, il presidente del 1° tribunale militare

16 BNS, verbale della Direzione generale (1947), 10 settembre, n. 1174.

17 BNS, verbale della Direzione generale (1947), 16 maggio, n. 670.

18 BNS, verbale della Direzione generale (1948), 1° settembre, n. 1028.

si rivolse alla BNS con la preghiera «di voler informare regolarmente mediante circolare tutti i tribunali militari di ogni importante cambiamento nella situazione del mercato dell'oro e nella politica aurea della BNS». Si era infatti constatato «che era impossibile determinare una pena giusta senza tener conto della situazione del mercato dell'oro al momento del reato e della politica aurea seguita dalle autorità ufficiali». La Direzione generale aveva invece sostenuto il punto di vista secondo cui «nel giudicare un'infrazione [...] delle disposizioni relative al commercio di oro nonché alle esportazioni e importazioni del metallo non era tanto rilevante l'effetto dannoso della violazione quanto piuttosto la violazione stessa [...]»¹⁹. Già nel 1946 due presidenti di tribunali militari avevano sollevato il quesito se non fosse più opportuno liberalizzare l'esportazione di oro, in considerazione del fatto, a conoscenza di tutti e senza dubbio anche della BNS, che la maggior parte dell'oro da essa venduto veniva contrabbandato oltre confine al mercato nero ovvero senza autorizzazione²⁰, una soluzione che fu decisamente respinta dalla BNS.

La posizione dilazionatoria della BNS contro l'abolizione del doppio mercato e delle restrizioni valutarie

Date le circostanze fin qui descritte, non sorprende che a livello politico, economico e accademico, nonché da parte del pubblico, si siano ben presto manifestate pressioni volte a ottenere dalla BNS una modifica della sua politica, pressioni alle quali la banca centrale oppose con successo una tenace tattica temporeggiatrice, talora accompagnata da concessioni parziali. In effetti, la BNS si trovava a dover affrontare problemi di non poco conto. La sua tattica dilazionatoria era dettata dal desiderio di preservare la parità aurea e i risultanti tassi di cambio fissi e al tempo stesso di evitare una dilatazione della base monetaria e le sue possibili conseguenze inflazionistiche. Del resto, il successo di questa politica era comprovato dal fatto che l'inflazione in Svizzera si manteneva a un livello inferiore a quello degli altri paesi sviluppati. La BNS contava inoltre su un miglioramento della situazione indotto dal progressivo deteriorarsi della bilancia commerciale. Con il graduale sblocco degli averi svizzeri, restava però da vedere se questi ultimi, insieme agli interessi e ai dividendi maturati, non sarebbero stati in tutto o in parte convertiti in franchi al corso ufficiale del dollaro, con conseguente aumento indesiderato della quantità di moneta della banca centrale. A ciò si aggiungevano poi i precedenti introiti in dollari delle esportazioni congelati per il 50%, che al

¹⁹ BNS, verbale della Direzione generale (1948), 5 marzo, n. 303.

²⁰ BNS, verbale della Direzione generale (1946), 5/6 dicembre, n. 1618.

termine del periodo triennale di blocco potevano essere convertiti in franchi. Di fronte al pericolo di un'ondata di afflussi valutari, la BNS non voleva quindi rinunciare alle sue possibilità di intervento.

Tuttavia, le pressioni sulla BNS non accennarono a diminuire. L'industria orologiera, in particolare, insisteva sull'abolizione dei contingenti di esportazione, mentre gli importatori erano interessati a una rimozione dell'obbligo di acquistare dollari alla parità ufficiale, in quanto ciò avrebbe consentito loro di importare le merci al più basso corso finanziario. D'altra parte, le banche e i detentori di patrimoni e rendite finanziarie si battevano per la libera conversione al tasso ufficiale, e lo stesso valeva per tutte le altre imprese e per i privati che, come ad esempio i turisti americani, auspicavano un tasso di cambio possibilmente vantaggioso. Infine, anche le autorità americane non gradivano affatto che la loro valuta, peraltro ricercata in tutto il mondo, dovesse subire un ribasso sul mercato del dollaro finanziario in Svizzera. L'Associazione svizzera dei banchieri cominciò relativamente presto a impegnarsi a favore dell'accettazione di dollari finanziari alla parità ufficiale. In una lettera del 29 settembre 1945 tornò sull'argomento, richiamando l'attenzione sul deteriorarsi del saldo commerciale con gli Stati Uniti. «Essa auspica pertanto che alla banca centrale sia possibile accettare perlomeno i proventi delle attività finanziarie svizzere nei confronti degli Stati Uniti»²¹. Quando ebbe inizio lo smobilizzo degli averi svizzeri dopo la conclusione dell'Accordo di Washington, vari industriali reclamarono la libera disponibilità dei loro depositi in dollari bloccati. La banca centrale sostenne che quelle disponibilità potevano essere liberalizzate solo a conclusione del periodo triennale di blocco²².

Gli Stati Uniti avevano chiesto già in precedenza l'abolizione del blocco del 50% applicato agli introiti in dollari delle esportazioni. A questo riguardo, il presidente della Direzione generale, Ernst Weber, aveva sollecitato, in occasione di una conferenza con i rappresentanti di vari dipartimenti federali e dell'Unione svizzera del commercio e dell'industria, che «al Tesoro statunitense [vada] chiarito che la Svizzera ha bisogno di merci e non di oro bloccato. Vi è inoltre il fatto che, in definitiva, non è compito della Svizzera sostenere il tasso di cambio del dollaro». L'acquisto di oro bloccato contro franchi avrebbe infatti accresciuto la base monetaria, mentre lo stesso non sarebbe avvenuto con il suo impiego per l'acquisto di merci in Europa. Weber sottolineò che la rimozione del blocco poteva essere presa in considerazione solo

21 BNS, verbale della Direzione generale (1945), 3 ottobre, n. 1096.

22 BNS, verbale della Direzione generale (1946), 6 giugno, n. 631.

se la Confederazione si fosse impegnata ad accettare i dollari addizionali. Questa pretesa fu peraltro respinta dal rappresentante del DFF, direttore Eberhard Reinhardt²³. Anche se la BNS era riuscita a imporre il suo punto di vista in occasione di quella conferenza, il 10 dicembre 1945 il Consiglio federale decise di sospendere il blocco del 50% sui ricavi in dollari delle esportazioni future. Successivamente, in una riunione della BNS con l'Amministrazione federale vi fu una discussione su chi dovesse acquisire i dollari aggiuntivi che sarebbero affluiti in Svizzera. Va ricordato a questo riguardo che qualora fosse stata la Confederazione, e non la BNS, ad assorbire i dollari non si sarebbe verificato alcun aumento della base monetaria. Mentre il responsabile del 3° Dipartimento, Alfred Hirs, si espresse a favore di un assorbimento da parte della BNS, il presidente Weber manifestò parere contrario, proponendo di procedere con gradualità visto che la situazione valutaria non era ancora sostanzialmente cambiata²⁴.

Le discussioni continuarono anche dopo questa parziale liberalizzazione, e nella conferenza del 14 giugno 1946 a Berna l'argomento fu dibattuto in modo approfondito con i rappresentanti dei dipartimenti federali competenti e il *Vorort*. Weber illustrò le ragioni per cui la BNS era contraria all'abolizione delle esistenti restrizioni ai trasferimenti: ciò avrebbe comportato un afflusso di oro per 400 milioni di franchi, un ulteriore abbassamento dei tassi di interesse, un aumento imprecisato della base monetaria e un'impennata del franco svizzero negli Stati Uniti. Solo dopo la certificazione degli averi la BNS avrebbe deciso se ed eventualmente in che misura assorbire dollari finanziari. I conti congelati avrebbero dovuto essere mantenuti possibilmente fino al termine del periodo di blocco. Il rappresentante del Dipartimento politico federale, Reinhard Hohl, e il direttore del *Vorort*, Heinrich Homberger, replicarono che la situazione era divenuta meno critica se non altro in seguito all'aumento delle importazioni. Homberger propose il pieno trasferimento dei crediti da licenze, agevolazioni nelle operazioni in dollari delle imprese per il commercio di transito e un adeguamento dei contingenti di esportazione alle esigenze dell'industria orologiera. Hirs mise in rilievo, dal canto suo, le varie agevolazioni che la BNS aveva già accordato, come l'aumento delle quote per i pagamenti a titolo di sussidi, congedi al personale militare statunitense, iniziative umanitarie e assistenza ai giovani. Inoltre, da mesi non venivano più addebitati dollari alla Confederazione, e le imprese del settore finanziario erano agevolate nel senso che d'ora in poi la BNS accettava oro per il

23 BNS, verbale della Direzione generale (1945), 12 ottobre, n. 1211.

24 BNS, verbale della Direzione generale (1945), 20 dicembre, n. 1475.

pagamento di interessi e licenze. Fu ribadita la necessità di procedere per tappe; nessuna decisione venne presa in occasione di quella conferenza²⁵.

La situazione mutò poco dopo in seguito alla rivalutazione della corona svedese e del dollaro canadese. In una riunione della Direzione generale con il consigliere federale Ernst Nobs, capo del DFF, la BNS si dichiarò contraria a una rivalutazione del franco e illustrò questo punto di vista in una lettera inviata su richiesta di quest'ultimo. Precisò che l'aumento dei prezzi negli Stati Uniti aveva modeste ripercussioni in Svizzera, che in base al raffronto tra prezzi e salari il franco non risultava sottovalutato e che una sua rivalutazione non si sarebbe tradotta in un minor costo delle importazioni di beni, mentre avrebbe penalizzato le esportazioni svizzere. Neppure il settore agricolo era favorevole a una rivalutazione. Inoltre, non era esclusa una svolta congiunturale che, in una situazione critica, avrebbe potuto condurre a una nuova svalutazione della moneta svizzera. Infine, una rivalutazione avrebbe causato alla Confederazione e alla BNS perdite valutarie per centinaia di milioni di franchi. Un aggiustamento del cambio era quindi da evitare. La Direzione generale spiegò «che la soluzione del problema dei prezzi e dei costi rispetto all'estero andava piuttosto ricercata in un sistema di soprattassazione delle esportazioni e la creazione di un fondo di compensazione per ridurre il costo delle importazioni». Insieme a una lettera riepilogativa, la Direzione generale trasmise subito dopo la bozza di un comunicato per il Consiglio federale, in cui veniva rifiutata una modifica della parità di cambio²⁶. Il Consiglio federale diede seguito a questa raccomandazione con una dichiarazione in Parlamento.

Il doppio mercato non riguardava solo le divise in dollari ma si estendeva anche agli scambi di banconote. Come già citato, il 2 marzo 1945 il Consiglio federale, probabilmente sotto la pressione dei governi alleati che non gradivano il ribasso del corso delle loro banconote rispetto al tasso di cambio ufficiale, aveva vietato l'importazione, l'esportazione e il commercio di biglietti di banca stranieri, favorendo in tal modo la creazione di un mercato nero. Già nel febbraio 1946 fu pertanto abolito il divieto posto allo scambio di banconote fino a 20 dollari. A fine anno, tuttavia, il presidente della Direzione generale si chiedeva se «per contrastare efficacemente gli eccessi nell'interscambio di banconote [...] non sarebbe stato opportuno reintrodurre il divieto generalizzato del commercio di banconote»²⁷. Ciò nonostante, il 31 ottobre 1947

25 BNS, verbale della Direzione generale (1946), 21 giugno, n. 675.

26 BNS, verbale della Direzione generale (1946), 17 luglio, n. 871.

27 BNS, verbale del Comitato di banca (1946), 12/13 dicembre, p. 511.

furono abolite tutte le restrizioni al commercio di banconote. In seguito a questa liberalizzazione, il corso delle banconote scese talora molto al di sotto di quello del dollaro finanziario (cfr. figura 2.4). Ancor più pronunciato era il divario tra il cambio delle banconote e il corso ufficiale della sterlina e del franco francese. A quel punto, per tener conto delle esigenze del turismo, dei viaggi di affari e così via, ma anche su richiesta dei governi esteri, la BNS e il Consiglio federale non potevano più esimersi dal mettere a disposizione di non residenti un certo ammontare di banconote al corso ufficiale, previa iscrizione nel passaporto. A causa dell'ampio scarto tra parità ufficiale e corso delle banconote, si moltiplicarono rapidamente le operazioni di arbitraggio da parte di visitatori stranieri che riconvertivano nella propria moneta al tasso di cambio libero una parte dei franchi ottenuti al corso ufficiale. Il banchiere, Hans Bär, riferì in base alla sua esperienza personale: «Per migliorare il [proprio] salario vi era la Banca nazionale e la sua gestione del dollaro». Ciò offriva «ai non residenti (studenti, tirocinanti), la possibilità, una volta raggiunto un importo di 100 dollari [...], di vivere gratis e in maniera confortevole. Bastava intascare i 430 franchi e con essi riacquistare immediatamente 100 dollari (per 220 franchi). Nel 1947 con 210 franchi si poteva vivere agiatamente per dieci giorni»²⁸.

Tutti questi inconvenienti e problemi suscitarono aspre critiche da parte dei cittadini, soprattutto perché vi era l'impressione che gli stranieri vivessero a loro spese. Si trattava di un tema scottante che a livello politico determinò crescenti pressioni. Pertanto, con uno scritto del 24 ottobre 1946, il consigliere federale Nobs ritenne opportuno informare la BNS dell'opinione dell'intero Governo, secondo il quale l'evoluzione del corso del dollaro e della sterlina non era gradita; la situazione sul mercato dei cambi si era fatta insostenibile; l'opinione pubblica era allarmata, e in assenza di misure correttive erano da prevedersi violente reazioni. «La popolazione recepisce come un abuso, in particolare, il fatto che gli stranieri, grazie al gioco dei cambi, possano vivere in Svizzera per così dire gratuitamente». Si chiedeva se, in considerazione delle ingenti riserve auree, non si potesse cedere oro al pubblico. Poiché la questione stava assumendo una dimensione sempre più politica, il Consiglio federale avrebbe gradito che venissero presi adeguati provvedimenti già in novembre. Nella sua risposta, la BNS sostenne che le distorsioni e la sovraoccupazione non erano conseguenza di una politica valutaria sbagliata da parte della banca centrale. Consentendo un più abbondante impiego di oro e mezzi di pagamento esteri «la quantità di moneta [...] [e] il

28 Cfr. Bär (2004), p. 70.

potenziale creditizio si amplierebbero con conseguenze imprevedibili [...]». Attraverso le ferie gratuite «non è la Svizzera ad essere depauperata, bensì i non residenti detentori di banconote estere che vendono queste ultime a un basso corso di cambio». Si sarebbe quindi dovuto cercare di limitare l'accettazione di valuta estera nel turismo e inoltre considerare la possibilità di concentrare su un numero minore di banche il commercio di dollari finanziari, autorizzandone in certa misura l'impiego per le importazioni. Le cessioni di oro erano già corso, a seconda della capacità di produzione della zecca federale. Infine, andava verificata l'opportunità di concedere crediti in oro o divise ad altri paesi per ridurre la quantità di moneta²⁹.

La problematica posizione della BNS emerse ancor più chiaramente in una riunione del Comitato di banca nel dicembre 1946. Secondo quanto dichiarato dal presidente Weber, la Direzione generale aveva espresso stupore per il fatto che «il Consiglio federale pensi che le attuali distorsioni nei corsi di divise e banconote possano essere eliminate attraverso provvedimenti della Banca nazionale». L'esistente situazione valutaria era «strettamente collegata a un insoddisfacente scambio di merci». Egli si dichiarava «convinto che un rigido contingentamento o addirittura l'interruzione della vendita di merci all'estero avrebbe immediatamente arrestato la domanda di franchi svizzeri». Un simile provvedimento era comunque impensabile. Il corso del cambio poteva essere senz'altro stabilizzato se l'accettazione di oro e divise fosse stata pienamente liberalizzata. Ciò era tuttavia escluso per considerazioni attinenti all'andamento dei prezzi e dei salari e alla situazione di alta congiuntura. Una rivalutazione non avrebbe determinato un aggiustamento, ma al contrario, secondo l'opinione di esponenti economici, avrebbe minacciato la competitività dell'industria di esportazione. L'idea di un libero corso del dollaro era un'utopia. Comunque, la BNS aveva già annunciato di accettare gli introiti in dollari derivanti dagli averi svizzeri risalenti al 1945. Era inoltre previsto l'assorbimento degli afflussi di oro e divise derivanti da licenze, commissioni e scambi commerciali di transito. Era stato altresì prospettato il rilascio di certificati di oro, una misura proposta dal capo del 2° Dipartimento, Paul Rossy, ma nei confronti della quale Weber esprimeva parere contrario. La sopravvalutazione della moneta poteva essere contrastata solo attraverso un cambiamento nei flussi commerciali. La replica di Rossy fu che «il blocco degli averi svizzeri [in America] [...] [andava] a vantaggio della nostra banca centrale in quanto le consentiva di rimuovere l'intera questione del dollaro finanziario dalla sua politica

29 BNS, verbale della Direzione generale (1946), 6 novembre, n. 1142.

valutaria». Attraverso l'abolizione del blocco sarebbe stata liberalizzata la massa complessiva degli averi svizzeri. Nondimeno, il tempo richiesto dai lavori di certificazione avrebbe offerto ancora un breve margine. Lo strumento più efficace consisteva «in un adeguato contingentamento delle esportazioni e non nella nostra politica monetaria». Rossy avvertì però che «alla vigilia di un anno elettorale come il 1947 [...] la politica del doppio tasso di cambio del dollaro [diventerà] estremamente pericolosa, poiché numerosi gruppi politici sfrutteranno la nostra condotta ai fini della campagna elettorale affermando che, da un lato, le autorità e in particolare la Banca nazionale avevano promosso le esportazioni e rilanciato la congiuntura e, dall'altro, avevano contribuito artificialmente al rincaro del costo della vita nel nostro paese»³⁰. Dopo che Hirs aveva formulato una valutazione più ottimistica della situazione, il professor Paul Keller, futuro presidente della Direzione generale, asserì che il Parlamento doveva decidere «se si voleva continuare o meno a frenare le esportazioni»³¹.

Questa era la linea politica della BNS e la sua reazione alle pressioni dei gruppi di interesse, dell'opinione pubblica e delle istanze politiche. Il sistema di restrizioni contro l'afflusso di divise dall'estero fu mantenuto per contenere la crescita della base monetaria e l'inflazione, ma progressivamente indebolito da sempre più frequenti concessioni. Nel maggio 1947 furono smobilizzati i rendimenti delle attività finanziarie svizzere negli Stati Uniti relativi agli anni 1946/47 e ammessi alla conversione al tasso di cambio ufficiale del dollaro. L'importo settimanale per i viaggiatori provenienti da paesi dell'area del dollaro venne portato da 125 a 200 dollari. Inoltre, a metà 1947 furono aboliti anche i contingentamenti di esportazione sugli orologi, che erano stati innalzati l'anno precedente. Il blocco del 50% sui ricavi delle esportazioni venne rimosso al termine dei relativi periodi di applicazione rispettivamente nel 1947, 1948 e 1949. Da ultimo, alla fine del 1947 fu autorizzata la conversione alla parità ufficiale del 10% degli averi svizzeri già certificati negli Stati Uniti, di cui peraltro fu fatto un uso solo parziale³². Per contro, la BNS non mostrò alcuna disponibilità ad autorizzare l'impiego di dollari finanziari, quantomeno per alcune categorie di importazioni. Dal 1946 simili richieste erano state più volte presentate in Consiglio nazionale, tra gli altri da Gottlieb Duttweiler che, come fondatore dell'azienda al dettaglio Migros, era interessato a fruire di importazioni vantaggiose. Su sollecitazione della BNS,

30 BNS, verbale del Comitato di banca (1946), 12/13 dicembre, pp. 507–517.

31 BNS, verbale del Comitato di banca (1946), 12/13 dicembre, p. 524.

32 BNS, verbale della Direzione generale (1948), 5/6 febbraio, n. 161.

esse furono regolarmente respinte dal Consiglio federale e dal Parlamento³³, nonostante il parere accademico favorevole espresso già nel 1946 dal professor Hugo Sieber dell'Università di Berna, che aveva fornito valide argomentazioni a favore dell'abolizione del doppio mercato e delle connesse restrizioni valutarie. Sieber non escludeva neppure una rivalutazione del franco che avrebbe certamente rappresentato la risposta migliore ai problemi del momento. Un'opinione analoga fu espressa da altri economisti, come i professori Alfred Bosshardt e Fritz Marbach. Per contro, la posizione della BNS fu difesa dai professori Valentin Wagner, Eugen Böhler e Walter Jöhr, che non desistettero dalle loro argomentazioni a sostegno della parità aurea fissa e del contenimento della crescita monetaria attraverso i controlli sui cambi³⁴.

Tuttavia, di fronte alla migliorata situazione valutaria, il rifiuto di regolare le importazioni con dollari finanziari non fu esente da contestazioni neppure in seno alla BNS. Agli inizi del febbraio 1948 Hirs sostenne che, in considerazione del saldo commerciale divenuto negativo, un'abolizione di tale divieto era da perseguire. Il presidente della Direzione generale Keller, sostenuto da Rossy, riteneva invece che si dovesse consentire agli importatori di acquistare sul mercato libero solo il 50% dei dollari necessari. Si concordò infine di rinviare la decisione; in un secondo tempo, a causa del calo del dollaro finanziario che escludeva ormai qualsiasi possibilità di un suo allineamento al corso ufficiale, fu presa all'unanimità una decisione negativa³⁵. In tal modo era andata persa un'occasione preziosa per rimuovere il doppio mercato. Indicativa dell'atteggiamento della Direzione generale è anche la sua presa di posizione sulla politica valutaria della Francia dopo la svalutazione del franco francese agli inizi del 1949, quando in quel paese fu introdotta la libera conversione per gran parte delle transazioni in franchi svizzeri. In precedenza, la BNS si era appellata invano alle autorità federali affinché cercassero di impedire, nei negoziati con la Francia, la creazione di un simile mercato libero.

L'abolizione del sistema di controlli valutari sul dollaro fu infine decisa dalle autorità federali e dalla BNS il 23 settembre 1949, dopo che la Svizzera si era astenuta dal seguire con un provvedimento analogo le svalutazioni della sterlina (del 30,52%) e di varie altre valute. In seguito a questa rivalutazione di fatto del franco svizzero, anche per la BNS non esistevano più le condizioni

33 BNS, verbale della Direzione generale (1947), 16 gennaio, n. 85; 10 settembre, n. 1174; 24/25 settembre, n. 1234.

34 Cfr. Sieber (1946, 1948); Bosshardt (1949); Marbach (1947); Wagner (1949); Böhler (1946, 1950); Jöhr (1947). È interessante notare come questo dibattito accademico si svolgesse ancora totalmente all'insegna del tallone aureo.

35 BNS, verbale della Direzione generale (1948), 5/6 febbraio, n. 161 e 12 febbraio, n. 193.

necessarie al mantenimento dei controlli valutari nei confronti del dollaro. Si era pertanto deciso di non svalutare il franco, a prescindere da un deprezzamento dissimulato dell'1%, che fu accolto con favore dai rappresentanti dei settori di esportazione³⁶. Le disposizioni riguardanti il commercio, l'importazione e l'esportazione di oro furono invece allentate solo nel 1951 e poi abolite l'anno seguente. Ancora alla fine del 1949 la BNS aveva risposto negativamente all'Ufficio di controllo dei prezzi che chiedeva se nell'abolizione dei massimali di prezzo applicati a tutti gli altri metalli era compreso anche l'oro. Quando l'allentamento delle disposizioni sull'oro fu discusso in seno alla Direzione generale, sia Keller che Rossy si dichiararono contrari, mentre Hirs si espresse piuttosto a favore³⁷.

2.2.3 *La partecipazione della BNS all'Accordo di Washington del 1946*

Come si è detto in precedenza, con l'Accordo di Washington la Svizzera si era dichiarata disposta a versare agli Alleati un importo di 250 milioni di franchi per ottenere lo sblocco dei suoi averi all'estero e la rimozione di altre sanzioni (cfr. 1.10). Il Consiglio federale sollecitò la BNS a partecipare al pagamento, facendo presente, da un lato, il pesante onere che era chiamata a sostenere, ma richiamandosi, dall'altro, alle accuse mosse dagli Alleati, secondo cui durante la guerra la BNS aveva acquistato dalla Deutsche Reichsbank oro ottenuto illegalmente. La conclusione dell'Accordo era quindi nell'interesse della stessa BNS, che rischiava altrimenti di subire un processo negli Stati Uniti, il cui esito sarebbe stato incerto. In un primo momento, sia la Direzione generale sia il Comitato di banca rifiutarono decisamente di fornire un contributo. In un messaggio inviato al capo del DFF, consigliere federale Ernst Nobs, il Comitato sottolineava che i compiti definiti dalla legge sulla Banca nazionale non le consentivano una partecipazione. La Banca era comunque pronta ad assistere la Confederazione nel finanziamento dei suoi pagamenti³⁸. Si precisava inoltre che le transazioni in oro con la Germania erano state condotte in buona fede e avevano sempre ottenuto l'autorizzazione del Consiglio federale.

Di fronte alle crescenti pressioni esercitate dal Consiglio federale, era difficile per la BNS mantenere questa posizione. L'idea cui si pervenne in seno alla banca centrale fu di finanziare il pagamento di 250 milioni di franchi con un contributo attinto dal fondo di stabilizzazione dei cambi (fondo di

36 BNS, verbale della Direzione generale (1949), 22/23 settembre, n. 1000 e n. 1015, nonché 13 ottobre, n. 1086.

37 BNS, verbale della Direzione generale (1949), 3 novembre, n. 1174 e n. 1180.

38 BNS, verbale del Comitato di banca (1946), pp. 204–213.

conguaglio monetario) dotato ancora di 145 milioni di franchi, che rappresentavano la somma residuale dei guadagni, per 620 milioni, ricavati dalla svalutazione del franco decisa per decreto dal Consiglio federale il 26 settembre 1936³⁹. Questi utili erano stati rivendicati da vari partiti e gruppi di interesse, ma la BNS, con il sostegno del Consiglio federale, era riuscita a resistere a tali pressioni⁴⁰. Tuttavia, con lo scoppio della seconda guerra mondiale, il ricorso al fondo non aveva più potuto essere evitato in considerazione dello stato di necessità. Il 30 aprile 1940, con un decreto di emergenza del Consiglio federale furono attinti 250 milioni di franchi destinati a coprire le spese militari della Confederazione. Ulteriori 225 milioni andarono ai Cantoni ed erano ugualmente destinati in buona parte a spese per armamenti e a un piano di sostegno dell'occupazione avviato ancor prima dell'inizio della guerra. L'ammontare restante fu accantonato a riserva per operazioni in cambi della BNS.

La Direzione generale, il Comitato di banca e il Consiglio di banca proposero di impiegare 100 milioni di franchi del fondo per i pagamenti nel quadro dell'Accordo di Washington. A conclusione di un lungo dibattito, il Consiglio di banca approvò a maggioranza i seguenti termini. «1. Non sussiste un obbligo giuridico della Banca a partecipare allo stanziamento di 250 milioni. 2. Qualora le autorità federali decidessero che il fondo di conguaglio monetario della Banca nazionale [...] debba essere destinato ad alleggerire l'onere della Confederazione per l'assolvimento degli obblighi finanziari derivanti dall'Accordo di Washington, la Banca nazionale non avrebbe obiezioni contro il prelievo di 100 milioni di franchi da questo fondo [...] 3. Un eventuale prelievo dal fondo [...] dovrebbe essere deciso a termini di legge»⁴¹. Su iniziativa della BNS, questa proposta fu discussa con il DFF e ampiamente recepita nel messaggio del Consiglio federale al Parlamento. Il Dipartimento federale delle finanze invitò peraltro la BNS a dichiarare che non solo non aveva

39 Questo importo rappresentava i guadagni di cambio sull'oro calcolati in base al più basso saggio di svalutazione previsto nel relativo decreto, corrispondente a una rivalutazione dell'oro del 35,033%. A fronte di riserve auree per 1537 milioni di franchi, le plusvalenze ammontavano a 538 milioni di franchi. Di questo importo, 533,5 milioni furono accantonati al fondo di conguaglio monetario. Mediante decreto del Consiglio federale del 3 giugno 1940, la BNS fu autorizzata a valutare le sue riserve auree a un valore massimo di 4920.63 franchi per chilogrammo di fino, equivalente a una rivalutazione dell'oro del 42,857% rispetto al livello precedente la svalutazione del franco. Tuttavia, la BNS non se ne avvalse pienamente, fissando il valore dell'oro a 4869.80 franchi per chilogrammo di fino, corrispondente al suo prezzo di acquisto. Questa rivalutazione produsse un utile di 101 milioni di franchi, di cui 87 milioni furono accantonati al fondo di riserva e i restanti 14 milioni furono impiegati per coprire i costi delle operazioni in oro. Cfr. BNS (1957), pp. 123–125.

40 BNS (1957), p. 123.

41 BNS, verbale del Comitato di banca (1946), 25/26 settembre, p. 360, e verbale del Consiglio di banca (1946), 25 settembre, pp. 600–616 e 2 novembre, p. 620.

obiezioni contro il prelievo di 100 milioni di franchi dal fondo di riserva ma acconsentiva anche al prelievo. Questa formulazione fu infine accettata dal Consiglio di banca⁴².

A causa dell'indeterminatezza dei diritti di proprietà sul fondo di riserva, l'approvazione di quella proposta da parte del Consiglio di banca avvenne solo alla fine di un acceso dibattito, nel corso del quale era stato sostenuto, tra l'altro, che il fondo era ormai di proprietà della BNS. Essendo quest'ultima una società anonima, parte di tale proprietà apparteneva agli azionisti e quindi doveva essere chiamata in causa l'Assemblea degli azionisti, in quanto senza la sua approvazione si sarebbe creato un pericoloso precedente. «Assistiamo oggi ovunque a un proliferare di conflitti tra pubblico e privato. Evitiamo dunque da parte nostra di sacrificare il diritto privato, il diritto dell'onesto cittadino». Altri membri del Consiglio di banca argomentarono che sul piano legale il fondo poteva essere impiegato solo per finalità di politica valutaria. Questa obiezione venne respinta e i suoi sostenitori furono messi in minoranza⁴³.

2.2.4 *Unione europea dei pagamenti e passaggio alla convertibilità delle valute dell'Europa occidentale*

Caratteristiche fondamentali dell'Unione europea dei pagamenti (UEP)

Già la conferenza di Bretton Woods del 1944, sotto la guida di Stati Uniti e Gran Bretagna, aveva cercato di superare mediante un accordo internazionale il regime di controlli valutari prevalente nel periodo tra le due guerre e durante il secondo conflitto mondiale. Grazie a quell'accordo, fu istituito un sistema, con il Fondo monetario internazionale (FMI) come organismo centrale, che rappresentava una versione attenuata del tallone aureo con tassi di cambio fissi ma aggiustabili. Era prevista la possibilità che attraverso il Fondo venissero concessi crediti a scadenza relativamente breve (prelievi), destinati a fronteggiare temporanee difficoltà di bilancia dei pagamenti. Il sistema si basava su un regime aureo attenuato, nel senso che solo le autorità monetarie erano autorizzate a convertire o attingere dollari alla parità fissa di 35 dollari per oncia di oro presso il Tesoro degli Stati Uniti. Faceva parte del sistema di Bretton Woods anche la Banca mondiale, ovvero Banca per la ricostruzione e lo sviluppo, che avrebbe dovuto sostenere la ricostruzione dell'Europa attraverso la concessione di crediti a lungo termine. Fin dall'inizio, la Svizzera

42 BNS, verbale del Consiglio di banca (1946), 2 novembre, pp. 619–628.

43 BNS, verbale del Consiglio di banca (1946), 25 settembre, pp. 600–616.

assunse un atteggiamento scettico nei confronti di una sua partecipazione alle due istituzioni di Bretton Woods, sebbene il tema dell'adesione fosse portato ripetutamente in discussione e il Paese collaborasse strettamente con entrambi gli organismi dagli inizi degli anni sessanta. Come è noto, il suo ingresso risale solo al 1992, quindi molto tempo dopo il crollo dei due principali pilastri su cui poggiava il sistema in seguito alla sospensione dell'obbligo della convertibilità del dollaro in oro da parte del presidente Nixon nell'agosto del 1971 e all'abbandono dei tassi di cambio fissi nel 1973.

In effetti, risultò ben presto chiaro che, nell'ottica di un superamento del bilateralismo e del regime di controlli valutari in Europa, le istituzioni di Bretton Woods svolgevano un ruolo del tutto marginale. Passi decisivi furono invece compiuti nel quadro del Piano Marshall degli Stati Uniti, con la creazione dell'Organizzazione europea per la cooperazione economica (OECE) e, sotto gli auspici di quest'ultima, dell'UEP. Istituita nel 1950, dopo lunghi negoziati, da 18 paesi dell'Europa occidentale, questa organizzazione comprendeva anche le rispettive zone monetarie oltreoceano. Poco dopo l'istituzione dell'UEP, i paesi membri decisero di liberalizzare il 60% del loro commercio, ad esclusione però dei movimenti di capitali, le cui restrizioni furono allentate solo in seguito.

La caratteristica saliente dell'UEP era la compensazione multilaterale dei saldi bilaterali della bilancia commerciale e di parte corrente, cosicché gli scambi tra due paesi non erano più limitati dagli introiti bilaterali del più debole. I saldi restanti dei paesi debitori e creditori rappresentavano passività o attività nei confronti dell'UEP ed erano denominati in unità di conto corrispondenti al dollaro. Ciascun paese otteneva una quota pari al 15% del suo fatturato, suddivisa in cinque *tranches*. I saldi nel quadro della prima *tranche* venivano finanziati per intero con crediti al paese debitore, per le *tranches* successive aumentava man mano la quota che doveva essere pagata in oro. Se il saldo superava la quota, il paese debitore era tenuto a regolare la parte eccedente in oro o in dollari. I paesi creditori ottenevano al di sopra della prima quota il 50% dei pagamenti in oro o in dollari.

Nel complesso, in regime di pieno utilizzo delle quote il rapporto tra crediti e pagamenti in oro o dollari era di 60 a 40. Nella misura in cui l'UEP pareggiava i saldi dei paesi debitori mediante crediti, questi venivano finanziati in ultima istanza dai paesi creditori e (attraverso una prima dotazione di 350 milioni di dollari nel quadro del Piano Marshall) dal Tesoro degli Stati Uniti. In seguito, la quota dei saldi da regolare in oro o dollari fu progressivamente innalzata: in un primo momento si passò a un rapporto di 50 a 50 per tutte le *tranches*, mentre negli ultimi anni di esistenza dell'UEP fu fissato un rapporto

di 25 a 75. L'aspetto importante è che prima dell'inizio dell'UEP i debiti a fronte dei saldi bilaterali erano stati consolidati ed era previsto un piano di ammortamento fisso.

L'UEP era diretta da un Comitato di direzione (*Managing Board*). Responsabile delle operazioni amministrative e bancarie era la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), sebbene alla conferenza di Bretton Woods gli Stati Uniti, servendosi della Norvegia come portavoce, avessero insistito energicamente sullo scioglimento della BRI⁴⁴. Poiché la creazione e lo sviluppo dell'UEP, così come la partecipazione della Svizzera sono già stati ampiamente illustrati, è sufficiente accennare qui alle ripercussioni che, sotto il profilo valutario, tale Unione ha avuto per la Svizzera e in particolare per la BNS⁴⁵.

Il dibattito sull'ingresso della Svizzera nell'UEP

Le autorità svizzere e la BNS, pur avendo assunto un atteggiamento titubante nei confronti delle iniziative volte a liberalizzare il commercio e a creare un sistema di pagamenti multilaterale, non vollero escludere una partecipazione della Svizzera. A livello di riunioni interne, si discusse anzitutto sul modo di evitare una discriminazione a scapito dei cosiddetti beni *non-essentials* – ad esempio beni di lusso come gli orologi di pregio ma anche in particolare il turismo – da parte di paesi a moneta debole nel corso dei negoziati⁴⁶. Una simile discriminazione era ipotizzabile, dato che altri membri dell'UEP avevano potuto richiedere l'esclusione di simili prodotti e servizi dall'elenco dei beni da liberalizzare. Un secondo argomento in discussione riguardava la limitazione dei crediti da parte della Svizzera. In considerazione delle perdite, pari a circa 79 milioni, subite dalla Confederazione a causa della svalutazione della sterlina, si trattava di un tema di attualità⁴⁷. Si pervenne alla conclusione che l'eventuale erogazione di crediti avrebbe dovuto essere preferibilmente decisa sulla base di negoziati bilaterali per poter disporre di un'efficace arma commerciale con cui influire sulla composizione delle esportazioni⁴⁸. Nel corso di ulteriori colloqui con la Delegazione permanente per la direzione delle trattative economiche con l'estero⁴⁹, un rappresentante del *Vorort*, Heinrich

44 Bericht Bretton Woods (1944).

45 Cfr. Kaplan e Schleiminger (1989); Schwerdtel (1992).

46 BNS, verbale della Direzione generale (1949), 1° settembre, n. 927.

47 BNS, verbale della Direzione generale (1949), 13 ottobre, n. 1086.

48 BNS, verbale della Direzione generale (1949), 8 settembre, n. 953.

49 La Delegazione permanente fu istituita nel 1939. Vi facevano parte alti funzionari del Dipartimento federale dell'economia pubblica e del Dipartimento politico, nonché il direttore del *Vorort* e il segretario della Lega svizzera dei contadini. A seconda delle problematiche, venivano inclusi altri rappresentanti di organismi pubblici e dell'economia.

Homberger, sottolineò tuttavia «l'interesse economico che la Svizzera, a causa della debole congiuntura, aveva nei confronti delle iniziative di Parigi [per la creazione dell'UEP]». In un rapporto del presidente della Direzione generale, Paul Keller, sugli sforzi compiuti nell'ambito della BRI per evitare una nuova istituzione permanente e per semplificare i piani fino ad allora elaborati, veniva precisato che era compito della delegazione svizzera appoggiare tali sforzi. Essa doveva inoltre intervenire a favore di qualsiasi rafforzamento della posizione dei creditori nel sistema⁵⁰. Infine, in un colloquio con la Delegazione per le questioni finanziarie ed economiche del Consiglio federale, vennero nuovamente analizzati i vantaggi e gli svantaggi di un'adesione e fu appurato che la quota delle esportazioni svizzere sulle importazioni da liberalizzare nei singoli paesi era rilevante, ma che dovevano essere fatte valere ulteriori richieste da parte svizzera su singole questioni, in particolare in materia di turismo. Il direttore dell'Amministrazione delle finanze, Max Iklé, dichiarò che l'impegno finanziario della Confederazione, la quale in base alla normativa svizzera doveva finanziare eventuali crediti, era sostenibile. Senza grande entusiasmo, fu dato incarico al Consiglio federale di dichiarare, alla riunione del Consiglio dei ministri del 6 luglio 1950 a Parigi, il consenso della Svizzera a una sua adesione, con riserva di approvazione da parte del Parlamento e della regolamentazione di alcuni importanti punti da fissare in un memorandum⁵¹.

Dai negoziati era emerso che una regolamentazione bilaterale degli eventuali crediti, preferita dalla Svizzera, veniva esclusa. In sostituzione, la Svizzera aveva negoziato una quota del 20% nei confronti dell'UEP, equivalente a un massimale di crediti pari a 600 milioni di franchi. Questo importo corrispondeva al limite creditizio fino ad allora applicato su base bilaterale. A ciò si aggiungeva la possibilità di un aumento, attraverso la cosiddetta *rallonge*, pari a un ulteriore 50% della quota. Tali condizioni furono accettate anche dal Dipartimento federale delle finanze. Ciò presupponeva che, come previsto nell'Accordo, gli esistenti debiti bilaterali venissero estinti entro un limitato periodo di tempo⁵². Il Consiglio federale diede la sua approvazione il 26 luglio 1950.

50 BNS, verbale della Direzione generale (1950), 8 aprile, n. 348.

51 BNS, verbale della Direzione generale (1950), 5 luglio, n. 706.

52 Memorandum (1950).

Le eccedenze della Svizzera nei confronti dell'UEP fino al 1953 e le loro implicazioni per la base monetaria

Il 1° novembre 1950 segnò l'ingresso ufficiale della Svizzera nell'UEP. Il Paese vi svolse un ruolo relativamente importante rispetto alle sue dimensioni e fu «un membro oltremodo loquace». Dopo due-tre anni apparteneva già, insieme al Belgio, alla Germania (occidentale) e ai Paesi Bassi, a un gruppo di interesse costituito da paesi creditori che cercava di «avviare più rapidamente l'UEP, all'inizio prevista solo per due anni, verso la convertibilità riducendo l'erogazione creditizia automatica e aumentando [...] il regolamento in contante dei saldi mensili in oro o in dollari»⁵³. Fin dall'inizio, il capo del 2° Dipartimento, Rossy, fece parte del Comitato direttivo dell'UEP composto da soli sette membri.

Nei primi anni di partecipazione rivestiva grande importanza l'andamento della bilancia dei pagamenti nei confronti dei paesi partner, poiché questa evidenziava un crescente saldo attivo a favore della Svizzera, che già il 15 ottobre 1951 ammontava a 410 milioni di franchi. Nel settembre 1953 l'intera quota svizzera era stata attinta e la *rallonge* utilizzata per un terzo. A differenza di altri paesi, i crediti che la Svizzera doveva concedere all'UEP venivano stanziati dalla Confederazione e non provocavano quindi un aumento immediato della base monetaria. Nondimeno, la BNS temeva che a un certo punto la Confederazione non sarebbe più stata in grado di sostenere i crescenti oneri, rendendo necessario un finanziamento da parte della banca centrale che avrebbe comportato una maggiore creazione di moneta.

Di fronte a questo stato di cose, agli inizi del settembre 1953 ebbe luogo, su proposta del Dipartimento federale delle finanze, un colloquio con la Delegazione federale per gli affari finanziari ed economici, cui parteciparono i membri della Direzione generale della BNS, nonché rappresentanti del *Vorort* e delle banche. Il consigliere federale Max Weber richiamò l'attenzione sul fatto che, data l'eccedenza strutturale della Svizzera nei confronti dell'UEP, non era prevedibile che venisse meno la necessità di erogare crediti statali. Per ridurre i saldi attivi, il direttore Iklé proponeva di riallocare dal sistema di pagamenti dell'UEP a quello dei pagamenti bilaterali vincolati le spese per viaggi all'estero degli svizzeri, le rimesse dei lavoratori italiani al loro paese di origine ed eventualmente anche i pagamenti in conto interessi e dividendi dalla Svizzera ai paesi dell'UEP. Egli propose anche un aumento delle esportazioni di capitali nell'ambito dell'UEP. Il ministro Alfred Zehnder portò

53 Günther Schleiminger, all'epoca vicedirettore tedesco nell'UEP; cfr. BNS, Interview Schleiminger (2004).

in discussione un eventuale finanziamento privato delle eccedenze⁵⁴. Già in precedenza era stato deplorato l'aumento dei pagamenti anticipati dall'UEP sulle importazioni, probabilmente da ricollegare alle aspettative di svalutazione del franco francese e della sterlina.

Nel novembre 1951 fu discusso in seno alla Delegazione permanente per la direzione delle trattative economiche con l'estero se dovessero essere fissati massimali alle esportazioni per singoli paesi dell'UEP⁵⁵. Andavano inoltre presi contatti con l'industria meccanica e orologiera ed esaminata la possibilità di introdurre quote per i pagamenti anticipati. Era altresì necessario un più intenso controllo sui movimenti di capitali. La Direzione generale dichiarò a questo riguardo che «il recente aumento della liquidità sui mercati monetario e finanziario originava principalmente dai pagamenti per conto [...] di paesi [dell'UEP]»⁵⁶.

In effetti, si giunse al varo di un decreto del Consiglio federale con cui venivano sottoposti a controllo i pagamenti esteri anticipati su esportazioni svizzere. La stessa Banque de France prese provvedimenti volti a ridurre gli eccessivi depositi francesi presso le banche svizzere e anche la Gran Bretagna pose severe restrizioni alla cessione di divise per viaggi turistici e per numerosi prodotti di esportazione svizzeri. Come riferì con soddisfazione la Direzione generale, nei colloqui con la Delegazione per le questioni finanziarie ed economiche del Consiglio federale era stata considerata una regolamentazione analoga anche per altri paesi, se necessario con l'ausilio di negoziati bilaterali. L'eccessiva liberalizzazione doveva essere ricondotta a proporzioni equilibrate⁵⁷. In seguito, la Svizzera introdusse e progettò misure restrittive e più rigidi controlli sull'interscambio di merci. Provvedimenti analoghi furono richiesti anche per il settore finanziario e, in particolare, per il trasferimento di interessi e utili⁵⁸. Infine, su proposta di Homberger del *Vorort*, la Confederazione introdusse una commissione dello 0,875% sui pagamenti che, nell'ambito degli accordi di credito all'interno dell'UEP, erano destinati agli altri paesi. Questa commissione era probabilmente destinata, oltre a

54 BNS, verbale della Direzione generale (1953), 10 settembre, n. 904.

55 BNS, verbale della Direzione generale (1951), 18 ottobre, n. 1052 e 1081.

56 BNS, verbale della Direzione generale (1951), 21 novembre, n. 1193.

57 BNS, verbale della Direzione generale (1951), 29 novembre, n. 1226. Inoltre, nel 1953, in un colloquio con la Delegazione per gli affari finanziari ed economici, era stata presa posizione contro i progetti dell'UEP favorevoli a una totale liberalizzazione degli scambi di merci, anche in considerazione della tutela degli interessi dell'agricoltura. L'UEP era già stata informata dell'impossibilità, dal punto di vista economico e politico, di realizzare tali progetti. Cfr. BNS, verbale della Direzione generale (1953), 24 ottobre, n. 1088.

58 BNS, verbale della Direzione generale (1952), 7 febbraio, n. 174.

contenere le esportazioni, anche a coprire i costi della Confederazione per le operazioni creditizie, ma le banche centrali estere riuscirono ben presto a ottenere che i loro acquisti di banconote fossero esonerati dal pagamento⁵⁹.

Quali erano gli effetti sulla politica monetaria e valutaria della BNS derivanti dalle eccedenze di bilancia dei pagamenti nei confronti dei paesi dell'UEP? L'erogazione di credito da parte della Confederazione nel quadro dell'UEP non aveva alcun impatto espansivo immediato sulla base monetaria svizzera, dato che i mezzi necessari venivano reperiti con il ricorso al mercato dei capitali interno oppure attingendo alle entrate fiscali. Un'accelerazione della crescita monetaria si determinava solo quando la Banca nazionale acquisiva dalla Confederazione l'oro ricevuto dall'UEP o quando venivano rimborsati crediti dall'estero che la Confederazione impiegava per ridurre il suo indebitamento o per finanziare spese interne. Per questo aspetto, la Svizzera si differenziava da altri paesi creditori, nei quali era la banca centrale a erogare crediti. È interessante notare che in più occasioni la BNS si era espressa contro un rimborso anticipato di debiti riscattabili dei paesi dell'UEP, in quanto ciò avrebbe determinato un aumento della base monetaria. A tale riguardo, sorse persino una controversia con l'UEP allorché la BNS si oppose al previsto rimborso anticipato del debito francese a causa delle sue ripercussioni sulla quota UEP⁶⁰, poiché avrebbe avuto lo stesso effetto di un saldo positivo derivante da un aumento delle esportazioni. Nel 1954, quando in occasione di un'ulteriore proroga dell'UEP fu deciso di consolidare i debiti accumulati, la BNS ottenne che la Confederazione impiegasse all'estero, per esempio in buoni del Tesoro statunitense, i rimborsi e gli ammortamenti. Il nuovo capo del 3° Dipartimento, Walter Schwegler, dichiarò alla Direzione generale, prima del colloquio con le autorità federali, che le eccedenze della Svizzera erano principalmente dovute al fatto che «lo Stato, attraverso la sua partecipazione all'unione dei pagamenti nell'interesse dell'economia, ha reso convertibili valute non convertibili, agevolando ulteriormente i pagamenti di paesi con valute non convertibili attraverso la concessione di crediti [...]». È dunque compito dello Stato assicurare che da questo afflusso di oro non derivi un aumento indesiderato della quantità di moneta. Tuttavia, andrebbe possibilmente evitato che lo Stato entri in possesso di consistenti disponibilità

59 BNS, verbale della Direzione generale (1952), 17 luglio, n. 735. A proposito delle reazioni delle banche centrali: BNS, verbale della Direzione generale (1952), 21 agosto, n. 810, 28 agosto, n. 841 e 23 ottobre, n. 1031.

60 Sui contrasti con l'UEP, cfr. BNS, verbale della Direzione generale (1951), 1° gennaio, n. 159; per la presa di posizione sul rimborso anticipato di crediti da parte della Francia, cfr. BNS, verbale della Direzione generale (1951), 12 aprile, n. 427.

auree e valutarie le quali potrebbero essere impiegate come massa manipolabile con effetti altamente pregiudizievoli per la politica valutaria della Banca nazionale. Sarebbe quindi auspicabile il blocco del controvalore in franchi degli afflussi di dollari». Il presidente della Direzione generale, Keller, dichiarò dal canto suo che «un investimento in dollari, almeno per una parte adeguata, sotto forma di buoni del Tesoro statunitense non pareva una soluzione insensata»⁶¹.

I contrasti con la Confederazione riguardo alle perdite di cambio sulle acquisizioni di oro

Nei rapporti tra la BNS e la Confederazione sorsero discussioni in merito alle perdite di cambio subite dalla Confederazione a causa del prezzo di acquisto dell'oro calcolato dalla BNS. Come già accennato, i pagamenti con l'UEP si svolgevano sulla base di un'unità di conto equivalente a un dollaro statunitense e quindi implicitamente alla parità aurea ufficiale di 35 dollari per oncia di fino. Dalla conversione risultava per la Svizzera un prezzo dell'oro di 4920.63 franchi per chilo e un corso del dollaro di 4.37282. Ma la BNS acquistava oro al prezzo di soli 4869.80 franchi e applicava la quotazione del giorno per la conversione dei dollari. Siccome la Confederazione doveva acquistare l'oro ricevuto dall'UEP al prezzo più elevato, mentre la BNS lo pagava a quello più basso, ne derivavano perdite che, secondo la BNS, era la Confederazione a dover sostenere. La Banca nazionale, che agiva in veste di agente della Confederazione, aveva rilevato l'assenza di una corrispondente accettazione nella lettera del DFF. Una proposta della Confederazione, secondo cui la BNS avrebbe dovuto temporaneamente rilevare l'oro proveniente dall'UEP regolando i conti solo all'atto della sua liquidazione, non fu accolta dalla Direzione generale. Essa dichiarò che esistevano «solo due possibilità: o la Confederazione acquisisce l'oro in conto proprio, nel qual caso incorre in una perdita di interessi, oppure cede l'oro alla Banca nazionale e le rimborsa la differenza tra prezzo di acquisto e quello di cessione». Hirs fece inoltre presente al Dipartimento federale delle finanze che, a seconda della località di consegna dell'oro, la Confederazione doveva sostenere anche i costi di trasporto⁶². La BNS riuscì ad avere la meglio; tra il 26 ottobre 1949 e il 24 settembre 1950 (la regolamentazione vigeva già prima della partecipazione all'UEP per le relazioni bilaterali) la Confederazione dovette sostenere costi

61 BNS, verbale della Direzione generale (1954), 1° luglio, n. 699. Sull'assenso del consigliere federale Streuli e del direttore generale Iklé, cfr. BNS, Notiz (1954).

62 BNS, verbale della Direzione generale (1950), 7 settembre, n. 917, 21 settembre, n. 978.

per un ammontare di 268 638 franchi. Hirs propose così che in futuro questi costi non venissero più addebitati alla Confederazione, proposta su cui Rossy non era affatto d'accordo. Dopo che Keller aveva suggerito di lasciare l'iniziativa alla Confederazione, fu deciso di rinviare temporaneamente la decisione in merito⁶³. Nel gennaio 1952 il Dipartimento federale delle finanze fece presente che nelle transazioni con l'UEP la Confederazione aveva complessivamente subito perdite per 2,1 milioni di franchi. Nel sottolineare che la BNS aveva ottenuto cospicui guadagni a spese della Confederazione, si chiedeva se le perdite non potessero essere ridotte. Nella sua risposta, la BNS fece notare che aveva già aumentato da 4.3168 a 4.3276 franchi il corrispondente prezzo di acquisto del dollaro. Oltre a ciò, era disposta a trasferire alla Confederazione dall'utile netto dell'anno precedente un importo *una tantum* di 362 206 franchi⁶⁴.

La partecipazione della Svizzera nell'UEP e il passaggio all'Accordo monetario europeo (AME)

Verso la fine del 1953 la posizione finanziaria della Svizzera nell'UEP subì un cambiamento: il suo saldo attivo si ridusse per poi trasformarsi in passivo, ciò che consentiva di incrementare la quota dei pagamenti in oro nel regolamento dei saldi e di elevare a oltre il 90% il grado di liberalizzazione nel commercio con i paesi dell'UEP. Nello stesso tempo, i disavanzi di bilancia dei pagamenti rendevano superfluo per la Svizzera il ricorso a nuove misure di controllo contro l'afflusso di fondi. È interessante notare come l'introduzione di tassi di cambio flessibili, che avrebbero contribuito a eliminare le eccedenze e i disavanzi dei conti con l'estero, non sia mai stata presa seriamente in considerazione né dall'UEP né dalla Svizzera. Secondo Günther Schleiminger, il termine «tasso di cambio» non era mai stato pronunciato nelle sedute ufficiali del Comitato di direzione dell'UEP⁶⁵. Fu Milton Friedman, per primo, e poi il professor Friedrich Lutz, docente all'Università di Zurigo, a sostenere decisamente questa tesi e i suoi vantaggi⁶⁶. Si trattava però di un'idea che a quell'epoca non incontrava ampio consenso fra gli economisti e i cui fautori sarebbero aumentati solo nel corso degli anni sessanta. Il presidente della Direzione generale, Keller, si era dichiarato contrario all'introduzione

63 BNS, verbale della Direzione generale (1950), 23 novembre, n. 1237.

64 BNS, verbale della Direzione generale (1952), 10 gennaio, n. 55.

65 BNS, intervista a Schleiminger (2004).

66 Cfr. Friedman (1953), Capitolo «The Case for Flexible Exchange Rates», pp. 157–203; Lutz (1954). Il contributo di Friedman risale a un memorandum da lui redatto già nel 1950 nella sua funzione di consulente della Finance and Trade Division of the Office of Special Representative for Europe, United States Economic Cooperation Administration.

dei cambi flessibili già nel giugno 1952. In realtà, «sarebbe possibile in questo modo allentare le disposizioni valutarie ed evitare una politica di restrizioni quantitative alle importazioni, onerosa dal punto di vista amministrativo e alquanto impopolare. Il *rischio* insito in una simile soluzione risiede soprattutto nell'imprevedibilità degli sviluppi sui mercati dei cambi liberalizzati e nel gioco della speculazione»⁶⁷.

Nonostante la debolezza della sterlina, erano state spesso le autorità britanniche che, presumibilmente nell'interesse della City di Londra e a difesa dello status internazionale della sterlina, si erano adoperate attivamente a favore di tale opzione. Esse avevano auspicato fin dall'inizio la convertibilità della loro moneta e pertanto si mostrarono scettiche anche nei confronti dell'UEP. In seguito, tentarono invano di dare a quest'ultima una configurazione più rispondente ai loro interessi⁶⁸. La Bank of England intervenne già nel 1952/53 con proposte volte ad autorizzare dapprima gli arbitraggi valutari tra banche autorizzate dei paesi dell'UEP e successivamente le operazioni a termine in cambi. Fino ad allora, i saldi tra i membri dell'UEP erano stati regolati solo attraverso la compensazione mensile, per quanto possibile su base multilaterale, dei saldi bilaterali presso la BRI, e non si vedeva la ragione per cui questa compensazione non potesse avvenire giornalmente attraverso gli arbitraggi valutari delle banche. Lo stesso poteva dirsi per l'autorizzazione delle operazioni a termine su divise, che consentivano ad esportatori e importatori di coprirsi contro oscillazioni dei cambi e con le quali in un sistema di parità fisse la speculazione contribuisce a stabilizzare i corsi allorché si prevedono punti di intervento superiori e inferiori invariabili.

Le conoscenze sul funzionamento degli arbitraggi valutari in seno alla Direzione generale della BNS apparivano quantomeno limitate. Nel dicembre 1952 le fu comunque presentato un dettagliato esempio numerico⁶⁹. Dopo approfonditi negoziati a Basilea nell'ambito della BRI e l'assenso delle banche a un controllo da parte dell'Ufficio di compensazione e della BNS, la Svizzera aderì all'accordo sugli arbitraggi valutari tra un numero complessivo di sette paesi⁷⁰. Maggiori erano le riserve della Direzione generale in merito all'autorizzazione delle operazioni in cambi a termine. Anche in questo caso, chiese un rapporto che illustrasse il funzionamento e gli effetti di tali operazioni. Hirs si mostrò scettico, e la Direzione generale decise di attendere l'esito di

67 BNS, verbale del Consiglio di banca (1952), 13 giugno, p. 229, rilievi in originale.

68 Cfr. Kaplan e Schleiminger (1989), pp. 48–53 e 205–210.

69 BNS, Arbitrage (1952).

70 BNS, verbale della Direzione generale (1953), 16 aprile, n. 414, 23 aprile, n. 439, 13 maggio, n. 522 e 21 maggio, n. 556.

una conferenza indetta su questo tema ad Amsterdam⁷¹. Inizialmente era previsto che la Svizzera non vi partecipasse ma, dopo che il 2 ottobre 1953 la Delegazione permanente per la direzione delle trattative economiche con l'estero si era dichiarata favorevole, fu infine deciso a favore di una adesione. Le operazioni a termine erano limitate a una scadenza di tre mesi e andavano immediatamente notificate alla BNS dopo la loro conclusione⁷². Con queste decisioni erano stati compiuti importanti passi avanti verso la liberalizzazione dei mercati valutari.

Come detto in precedenza, dagli inizi degli anni cinquanta la Gran Bretagna aveva presentato vari progetti di convertibilità delle valute che prevedevano addirittura, entro certi limiti, un sistema di tassi di cambio flessibili per la sterlina. Ad essi si erano però opposti gli Stati Uniti, poiché ne sarebbe derivata una concessione automatica di crediti da parte di questi ultimi. Anche altri membri dell'UEP, e in particolare i paesi creditori, erano contrari in quanto convinti che un processo graduale fosse più realistico e che un «rafforzamento» dell'UEP attraverso un rialzo della quota dei pagamenti in oro e in dollari nella compensazione dei saldi fosse preferibile⁷³. Ciò nonostante, dopo difficili negoziati, il 29 luglio 1955 fu raggiunto con l'AME un compromesso tra le aspirazioni britanniche e quelle continentali. L'Accordo monetario europeo prevedeva, in caso di scioglimento dell'UEP, la convertibilità per i non residenti a tassi di cambio fissi, nonché la creazione di un fondo europeo dotato di 600 milioni di dollari, quale rete di sicurezza per i paesi con monete più deboli. Inoltre, i debiti ancora in essere all'atto dello scioglimento dell'UEP avrebbero dovuto essere regolati mediante la ripartizione delle sue attività e accordi bilaterali di ammortamento. Per affrontare temporanei disavanzi di bilancia dei pagamenti erano previsti crediti a breve termine (crediti di finanziamento temporanei e *swaps*).

Tuttavia, a causa del peggioramento della bilancia dei pagamenti britannica, lo scioglimento dell'UEP e il passaggio alla convertibilità ai sensi dell'AME furono rinviati di diversi anni⁷⁴. Solo alla fine del 1958, dopo aver varato nel settembre 1957 un programma di stabilizzazione, la Gran Bretagna tornò a insistere sull'introduzione della convertibilità. A causa della resistenza della Francia, che accusava una precaria situazione valutaria, fu deciso un ulteriore rinvio. Nondimeno, nel dicembre 1958 si ebbe un drastico ripensamento da parte della Francia, il cui Governo si era deciso in favore del

71 BNS, verbale della Direzione generale (1953), 20 agosto, n. 845.

72 BNS, verbale della Direzione generale (1953), 17 settembre, n. 941, 15 ottobre, n. 1015.

73 Cfr. Kaplan e Schleiminger (1989), Capitoli 10 e 11.

74 Cfr. Kaplan e Schleiminger (1989), Capitolo 12.

passaggio alla convertibilità nel quadro dell'AME, abbinato a una svalutazione del franco francese. Pur nutrendo riserve verso l'introduzione della convertibilità, la Svizzera non poteva negare il suo assenso. Walter Schwegler, nominato nel frattempo presidente della Direzione generale, ebbe a constatare «che le iniziative in vista della transizione dall'UEP all'Unione monetaria erano state prese sotto pressione [...]. Di conseguenza, i dubbi espressi dalla Direzione generale nei negoziati con la delegazione economica permanente sulla capacità dell'AME di funzionare durevolmente sono fondati. Del resto, questo scetticismo [...] è condiviso sia dal ministro Schaffner sia dal dr. Homberger. Per questo motivo, il ministro Soldati, in quanto rappresentante svizzero nell'OECE, è stato incaricato di far mettere a verbale che la Svizzera si riservava il diritto di uscire dall'Accordo monetario nel caso in cui fosse oggetto di una pesante discriminazione economica da parte di altri membri dell'Accordo»⁷⁵.

Il passaggio alla convertibilità nel quadro dell'AME non comportò oneri per la Confederazione, visto che alla data del 30 novembre 1958 i debiti bilaterali della Svizzera, pari a 327 milioni di franchi, superavano nettamente i crediti (236 milioni di franchi). Si trattava solo di assicurare il coordinamento temporale degli ammortamenti e di evitare un aumento della base monetaria in Svizzera all'atto dei rimborsi. D'altra parte, l'entrata in vigore dell'AME poneva la BNS e il Consiglio federale di fronte a nuove problematiche. Una prima questione riguardava l'unificazione dei prezzi di acquisto e vendita di dollari nei confronti dei paesi dell'UEP e l'area del dollaro, che fino ad allora presentavano uno scarto di circa il 2%. Su incarico della Direzione generale, i tassi di intervento inferiore e superiore furono fissati rispettivamente a 4.295 e 4.45 per dollaro, nella previsione che la BNS avrebbe acquistato dollari sul mercato a circa 4.31–4.32 franchi. Ciò equivaleva a un leggero apprezzamento dell'1,0–1,5% della moneta elvetica nei confronti delle valute dei paesi dell'UEP.

Un'altra questione da risolvere era se spettasse alla Confederazione oppure alla BNS il versamento del contributo svizzero al fondo monetario europeo e la partecipazione ai finanziamenti temporanei e alle operazioni di *swap*. La Direzione generale sostenne che per entrambi fosse competente la sola Confederazione, in quanto si trattava di un accordo interstatale. Le operazioni di *swap* sarebbero rientrate per loro natura tra i compiti della BNS, ma la legge sulla Banca nazionale non le consentiva di effettuare operazioni a termine. Questa posizione fu condivisa dai consulenti legali della BNS. La Direzione generale riteneva peraltro opportuno che la BNS fosse autorizzata quanto prima ad

75 BNS, verbale della Direzione generale (1958), 30 dicembre, n. 1434.

eseguire tali operazioni sulla base di un decreto federale con obbligatorietà generale. Infine, con una comunicazione del 6 gennaio 1959 il Dipartimento federale delle finanze confermò la decisione del Consiglio federale che autorizzava la BNS ad effettuare per conto della Confederazione finanziamenti temporanei od operazioni di *swap* – previsti ai sensi dell’art. 10 dell’AME – fino a un importo di 15 milioni di franchi. Restava da chiarire se la competenza a concludere tali operazioni poteva essere conferita alla BNS attraverso un’interpretazione più estensiva dell’art. 14 della legge sulla Banca nazionale o mediante la creazione di una nuova base giuridica⁷⁶. Su questo punto si delineavano problemi che avrebbero acquistato grande rilevanza negli anni seguenti.

Un quesito oggetto di intenso dibattito in seno alla Direzione generale riguardava la possibilità di iscrivere nel bilancio della BNS le valute dell’UEP dopo il passaggio alla convertibilità come copertura delle banconote in circolazione. Contrariamente ai consulenti legali, Schwegler rifiutava categoricamente questa possibilità, dato che le valute in questione non erano direttamente convertibili in oro, ma solo in via indiretta attraverso il dollaro alla parità aurea. Ciò avrebbe quindi significato un allontanamento dalla moneta aurea. Il successore di Paul Rossy, Riccardo Motta, e Max Iklé, che nel 1956 era passato dall’Amministrazione delle finanze alla Direzione generale della BNS, furono di opinione contraria. Il Comitato di banca approvò per finire una soluzione di compromesso proposta dalla Direzione generale, nella quale si prevedeva che solo le disponibilità in dollari potessero figurare in bilancio come divise, mentre altre valute convertibili dovevano rientrare sotto la nuova posta «corrispondenti esteri»⁷⁷.

2.3 La Svizzera e il sistema di Bretton Woods

2.3.1 Situazione iniziale

Il passaggio alla convertibilità delle monete europee occidentali, che nella maggior parte dei casi, compresa la sterlina, era peraltro limitata ai non residenti e coesisteva in molti paesi con varie forme di controllo sui cambi, non aveva certamente risolto il problema della sottovalutazione del franco. Anzi, in seguito alla ulteriore liberalizzazione del commercio e, in misura crescente, dei movimenti di capitali, le eccedenze della bilancia dei pagamenti svizzera tendevano ad aumentare, come evidenzia l’evoluzione delle riserve auree e valutarie. Se tra il 1945 e il 1959 esse si erano accresciute di 3897 milioni di

⁷⁶ BNS, verbale della Direzione generale (1958), 30 dicembre, n. 1434; (1959), 8 gennaio, n. 32.

⁷⁷ BNS, verbale della Direzione generale (1959), 8 gennaio, n. 32, 15 gennaio, n. 53.

franchi, ossia dell'81,1%, tra il 1959 e il 1971 raggiunsero 13 588 milioni di franchi, corrispondenti a un aumento del 144,2%. Dato che l'espansione della moneta della banca centrale in quegli anni era principalmente determinata dagli acquisti di oro e di divise da parte della BNS, non sorprende che essa abbia subito una conseguente accelerazione: nel periodo 1945–1959 l'aumento era stato pari a 3837 milioni di franchi, o all'80% (4,3% in media annua) ed è salito a 12 449 milioni, o al 156,1% (8,2%) tra il 1959 e il 1971. Né desta sorpresa il fatto che, in presenza di una crescita economica praticamente invariata, l'inflazione sia andata aumentando: mentre la crescita media annua del PNL reale è passata dal 4,4% nel 1945–1959 al 4,9% nel 1959–1971, la dinamica dei prezzi si è infatti accelerata da una media dell'1,2% nel primo periodo al 3,5% nel secondo.

Poiché la BNS e la Confederazione rifiutavano categoricamente una correzione verso l'alto del tasso di cambio del franco anche dopo la prima rivalutazione del 5 % del marco tedesco e del fiorino olandese agli inizi di marzo del 1961⁷⁸, per fronteggiare la situazione non restavano che i mezzi inadeguati offerti dal sistema di controlli contro gli afflussi di fondi dall'estero e dalle misure di limitazione dei crediti destinate a contenere la liquidità interna. Entrambe le vie furono seguite nei modi consueti, ossia attraverso *gentlemen's agreements* e divieti amministrativi. A ciò si aggiunsero le operazioni innovative di *swap*, nonché i crediti spesso coperti contro il rischio di svalutazioni erogati dalla Confederazione, e sempre più spesso anche dalla BNS, a banche centrali estere e soprattutto alla Bank of England e al Tesoro statunitense, ovvero al Federal Reserve System.

Le nuove misure fornirono un sostegno alla sterlina e al dollaro e, sul piano interno, portarono almeno temporaneamente a un deflusso delle valute confluente in Svizzera. Provvedimenti analoghi furono adottati da altre banche centrali europee e consentirono la sopravvivenza del sistema di Bretton Woods fino agli inizi degli anni settanta, nonostante la politica monetaria troppo espansiva degli Stati Uniti che ignoravano totalmente le esigenze di un regime aureo per quanto indebolito. Quest'ultimo aspetto trova conferma nell'andamento delle riserve auree statunitensi che tra il 1960 e il 1970 scesero da circa 18 a 11 miliardi di dollari, mentre le passività liquide verso non residenti salirono da 21 a 43 miliardi di dollari. In tale situazione, solo una politica monetaria americana più restrittiva oppure un indirizzo molto più

78 BNS, ricordi di Iklé (senza data), p. 241. In BNS, verbale della Direzione generale (1961), 9 marzo, n. 296 si legge: «La Direzione generale rilevava, in particolare, che una sottovalutazione del franco svizzero rispetto alle principali valute estere era fuori discussione, come mostravano la forte eccedenza delle importazioni e gli elevati livelli dei salari e dei prezzi».

espansivo da parte di paesi come la Svizzera e la Germania avrebbe potuto assicurare nel tempo la tenuta del dollaro e quindi anche la sopravvivenza del sistema di Bretton Woods. Questi paesi non erano tuttavia disposti a subire un ulteriore aumento dell'inflazione importata come conseguenza di una politica americana troppo accomodante. Gli Stati Uniti da parte loro volevano mantenere il corso della loro moneta a 35 dollari per oncia di fino ma, come scrive Allan Meltzer: «This objective required monetary policy either to accept the inflation rate or price level consistent with the \$ 35 gold price or to pursue a domestic employment goal by adopting controls and restrictions on trade or capital movements. Roosa [Undersecretary of the Treasury] chose capital controls»⁷⁹.

2.3.2 Rottura con la tradizione: partecipazione della Banca nazionale a prestiti monetari internazionali

Come accennato in precedenza, fino allo scioglimento dell'UEP i crediti pubblici internazionali venivano di norma concessi dalla Confederazione, e ciò in virtù delle disposizioni della legge sulla Banca nazionale. Questa prassi offriva il vantaggio che i crediti dovevano essere finanziati attraverso le entrate fiscali o le emissioni obbligazionarie e non richiedevano creazione di moneta da parte della BNS. Essi gravavano però sul bilancio della Confederazione e limitavano considerevolmente la capacità di manovra della banca centrale sui mercati dei cambi, nella misura in cui non era consentito alla BNS, in base alla sua stessa interpretazione della legge, di partecipare a operazioni valutarie a termine. Un cambiamento si era già preannunciato in occasione del descritto dibattito sull'assolvimento delle condizioni poste dall'AME. Una radicale trasformazione di questa politica fu avviata dalla BNS a partire dal 1959, soprattutto su iniziativa del creativo capo del 3° Dipartimento, Max Iklé⁸⁰, mentre il presidente, Walter Schwegler, mantenne dapprima una posizione di netto rifiuto.

Già nell'ottobre 1955 la BRI aveva proposto alla BNS uno *swap* dollari contro oro con scadenza di tre o sei mesi⁸¹. Ciò mostra come in seno alla BRI

79 Cfr. Meltzer (2005), Capitolo 5, p. 1.

80 Iklé, giurista di formazione, si distinse per la sua creatività e seppe acquisire senza problemi le necessarie nozioni economiche. «Era brillante in tutti i campi a mia conoscenza», così Hans Stahel, a lungo responsabile delle operazioni sul mercato dei cambi e sul mercato monetario della BNS, in BNS, intervista a Stahel (2005). «È per noi motivo di gioia e soddisfazione il fatto che le sue ingegnose iniziative abbiano rafforzato i nostri contatti con le banche centrali e approfondito i rapporti di collaborazione reciproca», scriveva Hans Heinrich Mandel in una lettera a Iklé all'atto di lasciare la BRI, BRI a Iklé (1968).

81 BRI, *swap* dollari/oro (1955), BRI, utilizzazione dei nostri depositi di oro (1955a, 1955b, 1955c).

le conoscenze acquisite con simili operazioni all'epoca del bilateralismo non fossero andate perdute, e in questo ambito vanno menzionati, in particolare, Paul van Zeeland, Donald McDonald e Hans Heinrich Mandel. Con l'operazione proposta, la BRI intendeva vendere a pronti oro contro dollari per poi riacquistare a termine, ad esempio a tre mesi, oro contro dollari. Lo scarto tra tasso a pronti e a termine dell'oro in dollari avrebbe fruttato alla BNS un interesse dell'1,75%. Una simile operazione a fine esercizio si sarebbe rispecchiata nei conti della BNS in un aumento desiderato delle riserve auree e in un calo di quelle in dollari. Va ricordato che a difesa dei tassi di cambio fissi già allora la Banca nazionale era costretta a fine anno ad acquistare dalle banche svizzere rilevanti quantitativi di dollari contro franchi. Tali acquisti venivano effettuati attraverso operazioni di *swap* franchi/dollari, grazie alle quali le banche potevano evidenziare in bilancio un maggior volume di depositi liquidi in franchi (*window-dressing*)⁸².

La replica alla proposta della BRI da parte di Walter Schwegler, a quell'epoca ancora capo del 3° Dipartimento, fu «che simili operazioni sono escluse per la Banca nazionale. Da un lato, essa non è autorizzata per legge a compiere operazioni a termine, dall'altro, non è disposta ad esporsi a rischi sul dollaro»⁸³. Quest'ultima affermazione era peraltro basata su un errore di valutazione, dato che un rischio di cambio per il dollaro non poteva sussistere proprio in virtù del corso a termine nei confronti dell'oro già fissato all'atto della conclusione dello *swap*. La posizione di Schwegler sorprende anche perché agli inizi del 1955 egli aveva già stipulato con la BRI un'operazione peraltro modesta di *swap* dollari/franchi per oltre 3 milioni di dollari con scadenza a cinque giorni. La Direzione generale aveva «preso favorevolmente atto in seguito di questo *swap* a breve termine»⁸⁴. Simili operazioni a brevissimo termine con la BRI erano già state concluse dalla BNS nei tre anni precedenti, quando Alfred Hirs era ancora a capo del 3° Dipartimento⁸⁵. Evidentemente, in quei casi la Direzione generale non aveva manifestato riserve di natura legale.

Come accennato, su iniziativa di Max Iklé, che nel 1956 aveva assunto la guida del 3° Dipartimento, la Direzione generale aveva gradualmente attenuato la sua riluttanza. Un primo passo importante fu compiuto alla fine del 1959 quando, nelle previsioni di Iklé, le grandi banche avrebbero

82 BNS, verbale della Direzione generale (1955), 8 dicembre, n. 1326.

83 BNS, verbale della Direzione generale (1955), 16 novembre, n. 1227.

84 BNS, verbale della Direzione generale (1955), 3 marzo, n. 223.

85 BNS, verbale della Direzione generale (1952), 27 novembre, n. 1177; (1953), 26 febbraio, n. 200; (1954), 4 novembre, n. 1172.

venduto alla BNS dollari per un ammontare di circa 600 milioni che, come negli anni precedenti, sarebbero stati acquisiti nel quadro di operazioni di *swap*. Tuttavia, Iklé fece alla Direzione generale anche la seguente proposta: «Qualora si auspicasse che le disponibilità valutarie [della BNS] non figurino in bilancio a un livello troppo alto, vi sarebbe probabilmente la possibilità di concludere con la BRI o la Bank of England uno *swap* oro/dollari di fine anno, cedendo ai nostri partner, per esempio per 4 giorni, dollari in contropartita di oro. Una simile operazione sarebbe in certa misura giustificata in vista della consueta ripresa della domanda di dollari con l'inizio del nuovo anno, ma rappresenterebbe per la banca centrale una novità»⁸⁶. La Direzione generale approvò la proposta, e i negoziati con la BRI e la Bank of England ebbero esito favorevole, portando alla conclusione, con queste due istituzioni, di uno *swap* dollari/oro pari rispettivamente a oltre 50 e 20 milioni di dollari.

La BNS si trovò comunque di fronte un problema sorto dal fatto che gli *swaps* (dapprima per un importo di 68 milioni e infine di 113,5 milioni di dollari) erano stati conclusi per finalità di *window-dressing* con le sole grandi banche. Venute a conoscenza di ciò, altre banche, che si sentivano discriminate, reclamarono un analogo accesso a tali operazioni, inizialmente negato dalla BNS e accordato solo l'anno seguente. Gli *swaps* di dollari contro oro, oltre a servire alla BNS per ridurre le sue disponibilità in dollari a fine anno, aumentate in seguito alle operazioni concluse con le banche per finalità di *window-dressing*, rispondevano anche al desiderio di assicurare la copertura delle banconote in circolazione, prescritta dalla legge, mediante la costituzione in bilancio di maggiori riserve auree sull'interno⁸⁷.

Iklé, il cui ruolo svolto in questo ambito a livello internazionale è stato finora totalmente trascurato dalla ricerca, pensava a operazioni di ben più ampio respiro di quelle destinate a superare le eccedenze di dollari di fine anno. Lo preoccupavano i perduranti afflussi di dollari nel corso del 1960, nonché l'assottigliarsi delle riserve auree americane, in quanto ne risultava minacciata la convertibilità in oro della moneta americana. Egli riteneva che il sistema di cambi fissi di Bretton Woods fosse in pericolo a causa dei movimenti di capitale a breve termine e della speculazione. Già in settembre

86 BNS, verbale della Direzione generale (1959), 10 dicembre, n. 1200.

87 BNS, verbale della Direzione generale (1959), 23 dicembre, n. 1256 e 30 dicembre, n. 1276, nonché (1960), 29 dicembre, n. 1415 e n. 1420 per le corrispondenti operazioni a fine 1960 (il n. 1415 si riferisce all'aumento della copertura delle banconote in circolazione mediante un cosiddetto *gold location swap*, operazione con cui disponibilità estere temporaneamente collocate in Svizzera vengono scambiate contro oro della BNS depositato all'estero).

manifestò alla Direzione generale il suo parere contrario a un'ulteriore conversione di dollari in oro presso il Tesoro statunitense e in quell'occasione riuscì ad imporsi, nonostante le riserve del presidente Schwegler, favorevole a una conversione almeno parziale. Tuttavia, in ottobre la Direzione generale decise ancora a maggioranza a favore di una conversione, dato che il prezzo dell'oro era salito a oltre 50 dollari per oncia sul mercato libero di Londra. Inoltre, in giugno essa aveva cortesemente rifiutato un'ulteriore offerta della BRI di uno *swap* a tre mesi dollari/oro perché «una simile operazione non era del tutto compatibile con le disposizioni di legge e la Banca non si trovava attualmente nella necessità di disporre di ulteriori entrate»⁸⁸.

In una riunione della Direzione generale nel novembre 1960, Iklé spiegò che le esportazioni di capitali privati venivano ostacolate dagli elevati costi di copertura contro i rischi di cambio nelle operazioni di *swap*, e che per ridurre tali costi sarebbero stati più opportuni interventi della BNS sul mercato a termine che non su quello a pronti, anche se ciò non era purtroppo consentito per ragioni legali⁸⁹. Schwegler replicò che simili interventi comportavano rischi di cambio e non era compito della BNS creare un corso artificiale del dollaro. Iklé mosse nuovamente all'attacco dopo il discorso pronunciato dal nuovo presidente degli Stati Uniti John F. Kennedy, nel corso del quale garantì la parità aurea e la convertibilità del dollaro. Durante una riunione mensile dei banchieri centrali presso la BRI di Basilea nel febbraio 1961, Iklé sottopose a Charles Coombs della Federal Reserve Bank di New York la sua proposta. La Federal Reserve Bank di New York era responsabile delle transazioni valutarie del Federal Reserve System. In una successiva lettera a Coombs del 18 febbraio 1961, Iklé illustrò in dettaglio la sua proposta che riteneva migliore dell'aumento dei rendimenti sui depositi delle banche centrali estere negli Stati Uniti, proposto dal nuovo presidente statunitense. Egli rese partecipe delle sue idee anche la Bank of England e le espose alla Direzione generale della BNS: «Sarebbe ipotizzabile la seguente operazione [...]. La Banca nazionale svizzera potrebbe vendere alla Federal Reserve Bank oro a pronti per 100 o 200 milioni di dollari e riacquistarlo a termine (*swap* oro/dollari). Il ricavato in dollari verrebbe ceduto alle banche svizzere [contro franchi] al tasso di cambio giornaliero e riacquistato a termine a un tasso inferiore di un centesimo, per cui i costi delle operazioni di *swap* ammonterebbero per le

88 BNS, verbale della Direzione generale (1960), 2 giugno, n. 572; 29 settembre, n. 1010; 21 ottobre, n. 1078.

89 La BNS è stata espressamente autorizzata a compiere operazioni in cambi a termine con scadenza fino a tre mesi solo dopo l'emendamento dell'art. 14 n. 3 della legge sulla Banca nazionale, ossia a partire dall'11 marzo 1976.

banche a circa $\frac{7}{8}\%$ p. a. Alla scadenza di tre mesi, l'operazione potrebbe essere rinnovata [...]. Aggiunse che andava tuttavia abolita o ridotta la *handling charge* sull'oro della Federal Reserve Bank. Entrambe le banche centrali potevano trarne profitto perché «L'operazione presenterebbe i seguenti vantaggi:

1. si avrebbe un deflusso di capitali a breve dalla Svizzera verso gli Stati Uniti, senza che questi ultimi debbano applicare interessi più alti;
2. non solo si arresterebbe il deflusso di oro dagli Stati Uniti, ma verrebbero anche aumentate le riserve auree americane;
3. il programma del nuovo Governo riporterebbe nelle relazioni esterne un palese successo immediato;
4. dal mercato dei capitali svizzero verrebbero assorbite disponibilità eccedenti e indesiderate dal punto di vista della Banca nazionale»⁹⁰.

Quest'ultimo punto rispecchiava ancora una volta la preoccupazione della BNS per la crescita della base monetaria. Sull'esigenza di contenere tale crescita e di mantenere tassi di cambio fissi insisteva lo stesso Iklé. D'altra parte, egli era pienamente consapevole dei profondi cambiamenti che le sue proposte avrebbero comportato per la politica della BNS. In una lettera a Coombs scriveva: «Such an operation, however, would mean throwing our tradition in respect of forwarding transactions overboard. We rather think that this would even go beyond the provisions of our banking law; all the same, the Board of Management of the Swiss National Bank would be prepared to assume full responsibility, provided an effective contribution toward the solution of the international monetary problem can thus be secured»⁹¹.

Le proposte di Iklé furono accolte da Coombs, non senza qualche riserva, come meritevoli di considerazione, mentre vennero senz'altro respinte dalla Bank of England in una lettera di Roy Bridge del 30 marzo 1961⁹². Tuttavia, la resistenza britannica cedette rapidamente quando la sterlina dopo la rivalutazione del marco, il 3 marzo 1961, fu bersaglio di forti pressioni sui mercati dei cambi. A quel punto fu accettata volentieri, insieme ad altre misure di sostegno della Svizzera, l'offerta di uno *swap* che prevedeva l'acquisto a pronti di sterline contro oro da parte della BNS e una transazione a termine in senso inverso. Gli importi in sterline vennero messi a disposizione, sempre con operazioni di *swap* contro franchi, delle grandi banche che li investirono con profitto in buoni del Tesoro britannici. Nelle sue memorie, Iklé ricorda di aver ottenuto l'assenso di Schwegler a queste operazioni in un viaggio in

90 BNS, verbale della Direzione generale (1960), 3 novembre, n. 1137; BNS a Coombs (1961), pp. 15 segg.; BNS, verbale della Direzione generale (1961), 16 febbraio, n. 203.

91 BNS a Coombs (1961), pp. 15 seg.

92 Bank of England a Iklé (1961).

automobile da Zurigo per partecipare alla seduta della Direzione generale a Berna⁹³. Peraltro, doveva essere ancora superata la resistenza del Dipartimento federale delle finanze contro l'abolizione dell'imposta di bollo su tali emissioni che le avrebbe rese poco redditizie. A causa della fragile base giuridica, la Direzione generale decise inoltre di richiedere il consenso del Comitato di banca, che venne concesso senza indugi.

Un'ulteriore proposta di Iklé prevedeva infine che la BNS, ormai in veste di agente della Bank of England, offrissi alle banche svizzere la cessione a pronti di sterline contro franchi e il loro riacquisto a termine. Gli importi in sterline così ottenuti avrebbero potuto essere proficuamente investiti in buoni del Tesoro britannici. In tal modo, la BNS evitava di dover effettuare acquisti in proprio sul mercato a termine della sterlina, acquisti che le erano vietati per legge. Tali operazioni avrebbero potuto causare perdite alla speculazione e quindi scoraggiarne l'azione⁹⁴.

Non molto tempo dopo Iklé propose anche agli Americani acquisti a termine che sarebbero stati effettuati dalla BNS su incarico e per conto della Federal Reserve Bank di New York. In tal modo poteva essere ridotto il differenziale negativo tra tasso a termine e a pronti del dollaro, stimolando le esportazioni di capitali a breve termine dalla Svizzera verso gli Stati Uniti. A fine agosto 1961 simili transazioni avevano già raggiunto un ammontare di 65 milioni di dollari. A quel punto andava chiarito come la Federal Reserve Bank di New York, che eseguiva quelle operazioni per conto del Tesoro statunitense, avrebbe reperito, alla scadenza del contratto, il corrispondente importo di 280 milioni di franchi, allorché disponeva solo di 65 milioni di franchi. Il problema fu risolto, su suggerimento dell'*Assistant Secretary* del Tesoro statunitense, William Heffelfinger, attraverso l'emissione di titoli del Tesoro a tre mesi denominati in franchi (*certificates of indebtedness*), cui Douglas Dillon, segretario, e Robert Roosa, sottosegretario del Tesoro, diedero il loro assenso. Già in settembre il governo svizzero sottoscrisse simili certificati per un ammontare di 100 milioni di franchi e la BNS propose l'acquisto di ulteriori 110 milioni⁹⁵. Da questi prototipi si sarebbero in seguito sviluppati i cosiddetti *Roosa bonds*, la cui scadenza fu prolungata a 15 mesi.

Dopo la rivalutazione del marco tedesco nel 1961, la speculazione aveva preso di mira anche il dollaro, provocando un forte aumento del tasso *swap*

93 BNS, ricordi di Iklé (senza data), p. 244.

94 BNS, verbale della Direzione generale (1961), 16 marzo, n. 328, 23 marzo, n. 346, 29 marzo, n. 385 e n. 387, nonché 6 aprile, n. 390.

95 BNS, verbale della Direzione generale (1961), 31 agosto, n. 973 e 28 settembre, n. 1080; Coombs (1976), pp. 36 segg.; BNS, ricordi di Iklé (senza data), pp. 251 segg.

(scarto percentuale tra corso a pronti e a termine) sul dollaro e ulteriori flussi di capitali diretti soprattutto verso la Germania e la Svizzera. In tale situazione, il membro della dirigenza della Deutsche Bundesbank, Johannes Tüngeler, propose a sua volta a Coombs l'acquisto di dollari contro marchi sul mercato a termine. La Bundesbank era disposta, all'occorrenza, a rendere disponibili i marchi necessari alla scadenza del contratto a termine allo stesso tasso di cambio. Questa proposta fu rapidamente messa in pratica. Insieme alle misure svizzere, tali operazioni formarono, come le definì Frederick Conolly in una lettera a Coombs, un punto di cristallizzazione per lo sviluppo di una rete globale di *swaps* tra otto banche centrali europee, le banche centrali di Canada e Stati Uniti, nonché la BRI⁹⁶. A fine 1962 le operazioni di *swap* concordate raggiunsero un ammontare pari a 750 milioni di dollari, cui la BNS partecipò con 100 milioni di dollari. Il loro volume era destinato ad aumentare a ogni crisi valutaria e salì a poco meno di 30 miliardi di dollari a metà 1979, di cui 4 miliardi vanno ascritti alla BNS⁹⁷.

Il sostegno fornito dalla Svizzera alla sterlina all'epoca della rivalutazione del marco e del fiorino non si limitava certo alle descritte operazioni di *swap* oro/dollari. Oltre a ciò, furono messi a disposizione della Bank of England due depositi in dollari per un ammontare di 200 milioni a un tasso di interesse del 2,25%, con termine di preavviso di un giorno. Inoltre, su raccomandazione della BNS, la Confederazione si impegnò con un importante investimento. L'aiuto svizzero e tedesco in soccorso della sterlina servì da punto di partenza per una più vasta azione di sostegno da parte di varie banche centrali. «The Swiss credit provided the all-important nucleus of a billion-dollar package of similar credits from the Continental central banks rounded up by Cobbold and other Bank of England officials over the rest of the weekend»⁹⁸.

2.3.3 La partecipazione della Svizzera al Pool dell'oro e al Gruppo dei Dieci

La collaborazione della Svizzera e, in particolare della BNS, con i principali paesi fu ampliata attraverso la partecipazione al cosiddetto *London Gold Pool*. Come si è detto, i prezzi superiori a 35 dollari per oncia di fino sul libero mercato dell'oro di Londra avevano alimentato una crescente sfiducia nella stabilità del dollaro e dell'intero sistema di Bretton Woods, e quindi ulteriori manovre speculative sull'oro e sulle divise. Quando nell'estate del 1961, dopo

96 Cfr. BRI a Coombs (1963).

97 BNS, verbale della Direzione generale (1961), 28 settembre, n. 1080; Coombs (1976), pp. 39 segg.; BNS, ricordi di Iklé (senza data), pp. 254 segg.; Toniolo (2005), pp. 386 segg.

98 Cfr. Coombs (1976), p. 37.

la costruzione del muro di Berlino, il prezzo dell'oro riprese a salire, fu concluso, su pressione degli Stati Uniti e poi con il sostegno della Germania, un accordo informale tra otto banche centrali. Queste si impegnavano a mettere congiuntamente a disposizione della Bank of England, se necessario, oro per un valore di 270 milioni di dollari da cedere sul mercato per stabilizzarne la quotazione intorno a 35 dollari. Gli Stati Uniti vi parteciparono con 135 milioni, la BNS con 10 milioni di dollari. La Direzione generale aveva subordinato il suo consenso alla condizione che avrebbe revocato la sua partecipazione «nel caso in cui, in seguito a un indebolimento del dollaro originato da una scorretta politica monetaria americana, si fosse innescata una nuova corsa all'oro»⁹⁹. Il *Pool* dell'oro riuscì a sostenere la quotazione del metallo fino al 1968 allorché, di fronte alla sempre più massiccia domanda di oro, dovette essere sciolto. Finché la sua azione fu efficace, si poteva ancora parlare di una generale convertibilità indiretta in oro di quelle valute che mantenevano un tasso di cambio fisso e la libera convertibilità nei confronti del dollaro: chiunque poteva infatti acquistare in qualsiasi momento oro sul mercato libero di Londra al prezzo garantito dai membri del *Pool* di circa 35 dollari per oncia di fino. La fine di quel consorzio segnò anche l'inizio della definitiva demonetizzazione del metallo. Durante la sua esistenza dal 1962 al 1968, la BNS cedette al *Pool* oro per complessivi 81 milioni di dollari¹⁰⁰.

Un passo più decisivo verso la cooperazione monetaria internazionale fu compiuto dalla Svizzera nel 1964, l'anno in cui aderì come membro associato agli Accordi generali di prestito (AGP) del cosiddetto Gruppo dei Dieci (G10) composto dai maggiori paesi industriali. L'accordo era stato raggiunto a Parigi verso la fine del 1961 su iniziativa dell'FMI. Le banche centrali dei paesi partecipanti si impegnavano a stanziare al Fondo crediti addizionali nelle rispettive valute, per un totale di 6 miliardi di dollari, qualora uno dei membri avesse dovuto attingere dall'FMI finanziamenti superiori alle sue riserve nelle valute in questione. All'origine di questa iniziativa vi era il timore che gli Stati Uniti potessero trovarsi nella necessità di dover fare ricorso a crediti di importo rilevante¹⁰¹. Date le cospicue riserve valutarie svizzere, non sorprende che l'amministratore delegato (*Managing Director*) dell'FMI, Per Jacobsson, fosse interessato ad ottenere la partecipazione della Svizzera in quanto robusta fornitrice di fondi. In un colloquio con le autorità

99 BNS, verbale della Direzione generale (1961), 16 novembre, n. 1280 e 21 dicembre, n. 1346.

100 BNS, verbale della Direzione generale (1968), 27 marzo, n. 378.

101 Cfr. Toniolo (2005), pp. 399 segg.

federali e la BNS a Berna nell'aprile 1962, dichiarò che l'ingresso della Svizzera nell'FMI sarebbe stata la soluzione ottimale, ma che pensava anche, come soluzione di ripiego, a un suo impegno finanziario nell'ordine di 400 milioni di dollari. Questa facilitazione creditizia, in caso di attivazione, poteva essere stanziata in oro, visto che l'FMI era autorizzato ad accettare il metallo; in contropartita, il Fondo poteva acquistare franchi o altre valute, a seconda delle necessità.

Il Consiglio federale, ma soprattutto la Banca nazionale, continuavano a essere contrari a un ingresso nell'FMI, in particolare perché esso avrebbe dato diritto ad altri paesi con difficoltà di bilancia dei pagamenti di attingere al credito automatico in franchi nell'ambito della quota svizzera presso il Fondo, rendendo più difficile il controllo della BNS sulla crescita della base monetaria. Il responsabile svizzero delle trattative, Edwin Stopper, del Dipartimento federale dell'economia pubblica, mise subito in chiaro che la Svizzera era orientata verso un importo non superiore a 200 milioni di dollari. In più, insieme a Max Iklé, fece presente che da parte svizzera si pensava piuttosto ad accordi bilaterali con gli Stati Uniti e la Gran Bretagna. A differenza di un accordo con l'FMI, le intese su base bilaterale consentivano una certa reciprocità. Inoltre, la BNS poteva rivendere alle banche svizzere contro franchi i dollari acquisiti a pronti con la concessione di crediti nel quadro di operazioni di *swap*, assorbendo in tal modo liquidità a breve. Ciò avrebbe per di più consentito alla Banca di reagire con maggiore tempestività. La Confederazione avrebbe potuto concludere con l'FMI una convenzione quadro, in cui sarebbero stati definiti l'ammontare complessivo e alcuni criteri fondamentali sulle procedure e il coordinamento delle iniziative con il Gruppo dei Dieci¹⁰².

Esistevano diversità di vedute anche tra la BNS e le autorità federali. In una lettera al Consiglio federale, cui era stata allegata persino una bozza di decreto federale, la Direzione generale precisava che per motivi di solidarietà internazionale e per poter fronteggiare perturbazioni valutarie internazionali la BNS non voleva sottrarsi a una partecipazione. Andava tuttavia soddisfatta una serie di condizioni: un ingresso nell'FMI era escluso, ma un decreto federale si rendeva comunque necessario, perché la normativa vigente non consentiva alla BNS di partecipare a operazioni creditizie a lungo termine con scadenze fino a cinque anni. Il decreto avrebbe dovuto autorizzare la BNS, se richiesto dalla Confederazione, a concedere prestiti sotto forma di anticipazioni o, preferibilmente, di *swaps*. Inoltre, data la loro natura a lungo

102 BNS, verbale della Direzione generale (1962), 13 aprile, n. 378.

termine, la Confederazione doveva dichiararsi disposta, su richiesta della Banca nazionale, a garantire l'assunzione dei crediti concessi, così come previsto nel progetto del Dipartimento federale delle finanze. Per la BNS erano comunque preferibili accordi bilaterali. Stopper espresse invece il parere che, in considerazione delle ingenti riserve della BNS, non era necessaria una garanzia di assunzione¹⁰³. La BNS riuscì a far valere gran parte delle sue richieste. Un corrispondente decreto federale fu varato nell'ottobre 1963, cui seguirono una convenzione quadro con l'FMI e accordi bilaterali con gli Stati Uniti e la Gran Bretagna. La garanzia di assunzione venne però stabilita solo in un decreto del Consiglio federale. Sebbene la Direzione generale fosse riuscita ad imporsi, non tutti i suoi membri erano d'accordo con questa radicale svolta nella politica fino ad allora seguita. Il presidente Walter Schwegler osservava che «accettare una procedura con cui la Banca nazionale sarebbe stigmatizzata come fornitrice della prevista assistenza contrasta con le sue più profonde convinzioni. Ciò contravviene al tradizionale principio secondo cui le prestazioni finanziarie internazionali con finalità di sostegno a più lungo termine rientrano primariamente nell'ambito di competenza della Confederazione, mentre alla banca centrale può essere affidata tutt'al più l'esecuzione tecnica di tali transazioni»¹⁰⁴. Un aspetto importante sotto il profilo politico, e visto in parte con sfavore all'estero, era che nel G10 la Svizzera, diversamente dagli altri paesi, era rappresentata dalla sola BNS e non anche dal Governo.

Entrata in questo modo a far parte del Gruppo dei Dieci in veste di membro associato, la Svizzera era ora in grado di partecipare alle sue decisioni. Ciò contava soprattutto per il dibattito sulla presunta necessità di creare riserve internazionali indipendenti dalle disponibilità di dollari delle banche centrali. Era stato, in particolare, l'economista belga-statunitense, Robert Triffin, a sostenere già nel 1957–58 che in un'economia mondiale in rapida espansione il crescente fabbisogno di riserve valutarie internazionali, nell'ambito del sistema vigente, poteva essere soddisfatto solo attraverso la quantità limitata di produzione aurea o mediante le ulteriori riserve in dollari che sarebbero affluite alle altre banche centrali in seguito ai disavanzi di bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Ma cosa sarebbe accaduto se a un certo punto gli USA avessero registrato eccedenze anziché disavanzi? Queste argomentazioni

103 BNS, verbale della Direzione generale (1962), 5 aprile, n. 357 e 13 aprile, n. 378.

104 BNS, verbale della Direzione generale (1962), 29 giugno, n. 692 e (1963), 14 febbraio, n. 212.

In realtà, l'accordo bilaterale (*implementing agreement*) con la Federal Reserve Bank di New York fu concluso solo nel novembre 1964 e ancor più tardi quello con la Bank of England. Cfr. BNS, verbale della Direzione generale (1964), 19 novembre, n. 1507.

erano condivise soprattutto dalle autorità britanniche, mentre quelle statunitensi non si mostravano molto disponibili. I paesi dell'Europa continentale, in primo luogo la Francia, perseguivano altri interessi. I negoziati furono pertanto lunghi e laboriosi; sul loro decorso non ci si soffermerà oltre in questa sede¹⁰⁵. La Svizzera vi partecipò in veste di osservatore e fu prevalentemente rappresentata da Iklé. Solo dopo la svolta nella posizione degli Stati Uniti si pervenne infine, nel 1969, alla creazione dei Diritti speciali di prelievo (DSP). Il loro valore, determinato in base a un paniere di valute, corrispondeva inizialmente a un dollaro, ma superò quel livello dopo la svalutazione della moneta statunitense e la rivalutazione di altre importanti valute. I DSP furono ripartiti in base alle quote dei paesi membri sul Fondo e accettati dalle banche centrali, dall'FMI e dalla BRI come mezzo di pagamento internazionale. Nei periodi 1970–72 e 1979–1981 furono complessivamente creati 21,4 miliardi di DSP. Questa moneta artificiale venne accettata in pagamento anche dalla BNS.

Nei negoziati sulla creazione dei DSP, il Consiglio federale e la BNS assunsero un atteggiamento piuttosto cauto. Pur riconoscendo il problema sollevato da Triffin, essi temevano che con i DSP si creasse un ulteriore potenziale inflazionistico. Secondo quanto riferito da John Lademann, che affiancava Iklé nei negoziati, il consigliere federale Roger Bonvin aveva sintetizzato la posizione di fondo della Svizzera nel 1966 all'incirca nel modo seguente: con l'introduzione di un sistema di riserve vi è il rischio di «creare riserve addizionali troppo presto e in misura troppo abbondante. Noi temiamo che ciò possa condurre a un allentamento della disciplina di bilancia dei pagamenti e quindi degli sforzi per contrastare le tendenze inflazionistiche. Siamo anche del parere che non esista attualmente e forse ancora per molto tempo una carenza di liquidità internazionale»¹⁰⁶.

Completamente diversa era la posizione degli Stati Uniti che, dopo il cambiamento di rotta, consideravano la creazione dei DSP e la fine degli interventi del *Pool* dell'oro come un successo sulla via verso l'auspicata demonetizzazione del metallo. Come riferì Robert Solomon al *Federal Open Market Committee* del Federal Reserve System il 2 aprile 1968: «In my view, the most important sentence in the Washington communiqué [sullo scioglimento del *Pool* dell'oro] is the one that says: «Moreover, as the existing stock of monetary gold is sufficient in view of the prospective establishment of the facility of

105 Cfr. Solomon (1977), pp. 128–150; Toniolo (2005), pp. 407 segg.; Lademann (1967, 1970).

106 Cfr. Lademann (1967), p. 33; sulla posizione svizzera e sullo svolgimento dei negoziati, cfr. anche Ingold (2003), pp. 304–309.

the Special Drawing Rights, [the Governors] no longer feel it necessary to buy gold from the market». E: «That pronouncement, together with the Stockholm agreement on Special Drawing Rights, can be interpreted as constituting a demonetisation of gold at the margin. [...] the monetary authorities of the world – taken as a group – are not dependent on an increasing stock of gold. Their need for growing reserves in the future can be satisfied mainly by Special Drawing Rights»¹⁰⁷.

In linea con questa politica, gli Americani sollecitarono le banche centrali a limitarsi in futuro a vendere, ma non ad acquistare oro sul mercato libero. Questa raccomandazione, così come la demonetizzazione dell'oro, non fu inizialmente accolta né dalla BNS né da altre banche centrali¹⁰⁸. In realtà, gli sviluppi successivi sarebbero stati sostanzialmente rispondenti ai desideri statunitensi dell'epoca, anche se i DSP, contrariamente alle aspettative, non acquisirono mai particolare rilevanza. Da un lato, la bilancia dei pagamenti statunitense rimase in passivo e, dall'altro, il 1973 segnò il crollo definitivo del sistema di Bretton Woods. Da allora, i DSP svolgono un ruolo del tutto marginale, in termini di volume, sia come mezzo di pagamento internazionale sia come strumento di riserva.

Parallelamente ai tentativi di stabilizzare il sistema di Bretton Woods mediante riforme, si tornò a riflettere sull'opportunità che la Svizzera entrasse a far parte dell'FMI e della Banca mondiale. Il 17 gennaio 1968 il Consiglio federale sottopose a decisione una proposta del Dipartimento delle finanze appoggiata anche dal Dipartimento politico federale, competente per le questioni di politica estera, e dal Dipartimento federale dell'economia pubblica. In considerazione delle riforme varate dall'Assemblea annuale dell'FMI nel settembre 1967, dopo anni di preparativi nel Gruppo dei Dieci, si proponeva di riconsiderare un eventuale ingresso della Svizzera. Il decreto era stato preceduto nel settembre e dicembre 1967 da interpellanze nel Consiglio nazionale¹⁰⁹. La Direzione generale della BNS diede incarico a Lademann di elaborare un parere. Egli pervenne alla conclusione che le precedenti motivazioni a sfavore di un'adesione (limitazione della libertà di manovra in politica commerciale, eccessivi obblighi di informazione, ammontare della quota di adesione e problema del suo finanziamento) erano sostanzialmente venute meno. Tuttavia, vi erano altri motivi che sconsigliavano una partecipazione immediata. Anzitutto, il necessario passaggio a una fascia di oscillazione

107 Cfr. Solomon (1977), p. 123.

108 BNS, verbale della Direzione generale (1973), 1° novembre, n. 781.

109 BNS, verbale della Direzione generale (1967), 8 dicembre, n. 1357.

ridotta all'1% per il tasso di cambio del franco comportava un innalzamento del tasso di intervento inferiore per il dollaro. Ciò significava, per esempio, che la BNS avrebbe dovuto sostenere il dollaro già a un corso più basso, con conseguente aumento della creazione di moneta. In secondo luogo, prima dell'adesione doveva essere creato un adeguato strumentario della BNS, che rendesse possibile un drenaggio di liquidità. Infine, una posizione di attesa era giustificata nella misura in cui mancava ancora una decisione sui DSP e sul volume di riserve da creare. Per contro, l'ammontare della quota di adesione, il suo finanziamento e i costi non costituivano un ostacolo determinante. «La conclusione [...] sarebbe quindi che dovremmo ancora attendere alcuni mesi o forse l'anno venturo prima di sottoporre all'opinione pubblica e al Parlamento il quesito dell'adesione, ma che volenti o nolenti dobbiamo comunque prepararci a un ingresso nei prossimi anni»¹¹⁰. La Direzione generale fece proprie queste argomentazioni, e il dibattito sull'ingresso nell'FMI venne aggiornato.

2.3.4 *Gli sviluppi fino al crollo del sistema di Bretton Woods*

Oltre alla concessione di crediti a sostegno del sistema monetario internazionale di Bretton Woods, la BNS e la Confederazione adottarono altri provvedimenti per arginare l'afflusso di valute e per assorbire liquidità. Fra questi rientrano le vendite a più riprese di titoli di debito della Confederazione (rescrizioni). Inoltre, la Banca nazionale concluse con le banche altre convenzioni volte a contenere e ridurre le disponibilità di non residenti (18 agosto 1960) e a limitare l'espansione del credito (1° aprile 1962), che equivalevano a una prosecuzione del regime di controlli valutari e di restrizione del credito. Ciò nonostante, le importazioni nette di capitali si mantennero a livelli estremamente elevati, provocando un'accelerazione della crescita monetaria che raggiunse il 18,1% nel 1961. Anche nel 1962 e 1963 essa registrò aumenti rispettivamente del 4,2 e dell'8,8%, a seguito di afflussi netti di capitali per complessivi 2 miliardi di franchi e malgrado il saldo passivo per circa 1,5 miliardi di franchi registrato dalla bilancia di parte corrente in ciascuno dei due anni.

Le autorità reagirono a questi sviluppi con nuove misure. Il 13 marzo 1964 entrarono in vigore i decreti federali sulla lotta all'inflazione che prevedevano, tra l'altro, provvedimenti riguardanti i mercati monetario, finanziario e creditizio e sancì l'obbligatorietà generale della convenzione contro l'afflusso di fondi esteri. Lo stesso anno seguirono altre convenzioni tra la BNS e le banche per prevenire e ridurre gli afflussi di fondi dall'estero e sulla

¹¹⁰ BNS, Beitritt Bretton-Woods-Institutionen (1969), citazione p. 23.

limitazione del credito, nonché un'ordinanza sul collocamento di capitali esteri. Accordi e decreti analoghi, così come la loro temporanea sospensione, caratterizzarono anche la politica negli anni seguenti, ma tutti si rivelarono sostanzialmente inefficaci¹¹¹.

Neppure la partecipazione sempre più ampia a operazioni internazionali di sostegno valutario riuscì a impedire che, a seguito dell'indirizzo espansivo della politica monetaria americana, le riserve in valute estere della BNS continuassero a crescere e con esse la base monetaria e il livello dei prezzi, come mostra la figura 2.5.

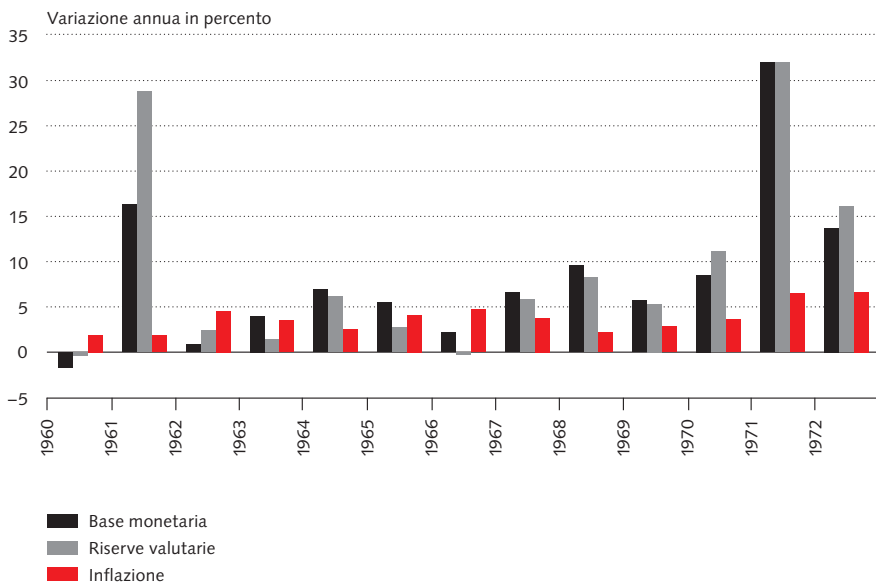
Di pari passo con il moltiplicarsi delle crisi nel sistema monetario internazionale, aumentarono le azioni di soccorso delle banche centrali del G10 con la partecipazione della Svizzera e della BRI. Interventi simili furono effettuati nel marzo 1964 a favore dell'Italia, nel settembre e novembre 1965, settembre 1966, novembre 1967, giugno 1968 e giugno 1969 a favore della Gran Bretagna, giugno e luglio 1968 a favore della Francia. In parte, si trattava anche di prelievi sull'FMI impiegati per rimborsare crediti a breve concessi in precedenza dalle banche centrali e dalla BRI nell'ambito del G10. La difficile situazione della Gran Bretagna originava non solo da un indirizzo monetario ancor più espansivo di quello degli Stati Uniti ma anche dal decrescente ruolo di strumento di riserva della sterlina, in precedenza impiegata soprattutto dai paesi del Commonwealth britannico. Nonostante le azioni di sostegno, il 18 novembre 1967 la sterlina dovette essere svalutata del 14,3% e l'8 agosto 1969 fu svalutato il franco francese nella misura dell'11,1%. Per contro, ad appena un mese di distanza dal passaggio ai cambi flessibili, il 24 ottobre 1969 il marco tedesco fu rivalutato del 9,3%. Nel frattempo, la posizione del dollaro era ulteriormente peggiorata, e le autorità statunitensi esercitarono pressioni su varie banche centrali affinché rinunciassero a convertire in oro le loro disponibilità di dollari. Oltre a ciò, il Governo statunitense prese una serie di misure per contenere le esportazioni di capitali dagli Stati Uniti¹¹².

I rischi per il dollaro aumentarono dopo l'elezione del presidente Richard Nixon nel gennaio 1969, che adottò una politica di bilancio ancor più espansiva, con crescenti disavanzi federali, e una politica monetaria sempre più accomodante. «At the swearing-in ceremonies at the White House, President Nixon concluded his introduction by pleading with a big smile: «Dr Burns,

111 Cfr. Schiltknecht (1970), in particolare pp. 127 segg.

112 Per maggiori dettagli, cfr. Coombs (1976); Meltzer (2005); Solomon (1977), pp. 104–109; Toniolo (2005), in particolare pp. 381–399, 423–428.

Figura 2.5
Evoluzione delle riserve valutarie, della base monetaria e dell'inflazione in Svizzera, 1960–1972



Fonte: BNS, *Bulletin mensuel* (vari anni)

please give us some money!» With the support of most of his associates on the Federal Open Market Committee, Chairman Burns proceeded to do just that. [...] The highly expansionary fiscal policy of the Nixon Administration further undermined the international value of the dollar. The budget deficit ballooned out to \$23 billion in fiscal 1971 from the surplus of \$3 billion registered in 1969. Meanwhile the price-wage spiral gained further momentum»¹¹³. Fu a quell'epoca che, con riferimento alla situazione di bilancia dei pagamenti statunitense, si cominciò a parlare di «*benign neglect*».

Qual era la reazione della Svizzera di fronte a questi sviluppi? In occasione del dibattito sul progetto di decreto federale del 1963 riguardante la collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali, svoltosi nella commissione del Consiglio nazionale il 13 maggio, erano già emerse riserve nei confronti della politica monetaria seguita dalla Confederazione e dalla BNS. Fu chiesto anzitutto perché la Svizzera continuasse a non voler entrare nell'FMI. Il consigliere nazionale Werner Schmid dichiarò in quella occasione che i tassi di cambio fissi erano la causa delle crisi valutarie. La convertibilità

¹¹³ Cfr. Coombs (1976), pp.206 seg.

poteva funzionare solo con cambi flessibili, come aveva sostenuto il professor Friedrich Lutz. Le misure di sostegno come gli *swaps*, soprattutto a favore di monete chiave, servivano solo a mascherare la situazione. La replica di Iklé fu «che tassi di cambio stabili sono un elemento essenziale per l'industria di esportazione svizzera. Senza una sicura base di calcolo la nostra industria di esportazione non avrebbe potuto svilupparsi così come è avvenuto finora. [...] I cambi fluttuanti darebbero uno straordinario impulso alla speculazione e metterebbero in moto ingenti capitali con ripercussioni che potrebbero risultare nocive»¹¹⁴.

Tuttavia, anche in seno alla Direzione generale emersero ben presto dubbi e critiche sulla linea politica adottata. Il capo del 2° Dipartimento, Riccardo Motta, constatò agli inizi del 1965 «che ampi settori dell'opinione pubblica internazionale mostrano manifestamente di non aver più fiducia nella solidità del dollaro. Nell'opinione di chi vi parla, le autorità monetarie statunitensi sono state indotte a proseguire nella loro politica sbagliata non da ultimo perché le banche centrali estere, mediante operazioni di *swap* e anticipazioni in valuta contro *Roosa bonds*, hanno contribuito ad azioni di soccorso che in pratica si sono rivelate più che problematiche»¹¹⁵. E Walter Schwegler affermò che «[è] sostanzialmente errato assicurare la copertura del deficit mediante operazioni artificiali, escludendo al tempo stesso il meccanismo della moneta aurea, e perpetuare in certa misura lo squilibrio di bilancia dei pagamenti». Iklé sostenne viceversa che la situazione degli Stati Uniti era sostanzialmente sana e che esisteva solo un problema di liquidità ma non di insolvenza, perché gli Stati Uniti avrebbero trasformato le passività a breve in prestiti a lungo termine. «In definitiva, sono i giganteschi impegni di assistenza degli USA e gli ingenti investimenti diretti delle aziende private all'origine dei cospicui disavanzi della bilancia dei pagamenti, nonostante le elevate eccedenze del saldo corrente statunitense».

Poiché la situazione permaneva critica, la Svizzera decise infine di passare all'azione. Un primo segnale fu la modifica della legge federale sulle monete, che il Governo aveva presentato al Parlamento il 7 luglio 1970 e che entrò in vigore il 1° aprile 1971. Un'innovazione importante consisteva nel trasferimento del potere di decidere una modifica della parità dall'organo legislativo a quello esecutivo. La BNS, che evidentemente non era favorevole a questa modifica, aveva chiesto in una lettera al Dipartimento federale delle finanze

114 BNS, verbale della Direzione generale (1963), 16 maggio, n. 630.

115 Cfr. (anche per i paragrafi seguenti) BNS, verbale della Direzione generale (1965), 18 febbraio, n. 227; l'opinione di Iklé emerge chiaramente in BNS a Rockefeller (1962), pp. 3 segg.

se non fosse stato più opportuno rinviare una simile legge per non suscitare l'impressione che si stesse pianificando una rivalutazione del franco. In ogni caso, la legge avrebbe dovuto fare menzione della moneta aurea prescritta dalla Costituzione¹¹⁶. L'applicazione delle nuove disposizioni avvenne di lì a poco. Dopo la massiccia fuga dal dollaro agli inizi del maggio 1971, la Germania, e poi Austria, Belgio, Paesi Bassi e Svizzera, chiusero il 5 maggio i rispettivi mercati dei cambi. Germania e Paesi Bassi decisero in seguito di lasciar fluttuare liberamente le loro valute. Tra il 3 e il 5 maggio erano affluiti dollari per 3,2 miliardi di franchi alla BNS, costringendola il 5 maggio a chiudere i mercati dei cambi già in mattinata. Il 9 maggio il franco svizzero fu poi rivalutato del 7,07% nei confronti dell'oro e quindi anche del dollaro. Inoltre, la BNS decise di convertire ulteriori 50 milioni di dollari in oro presso il Tesoro statunitense in giugno e per lo stesso ammontare in luglio.

Come risulta dalle discussioni nel *Vorort*, la rivalutazione fu aspramente criticata in vari ambienti economici e in particolare dall'industria dell'orologeria e delle calzature. La modifica della parità, si sosteneva, era una misura brutale, precipitosa e troppo schematica decisa in un clima di panico, la quale non teneva conto delle disparità regionali. Considerato che i problemi del sistema monetario internazionale restano irrisolti «si rende indispensabile predisporre quanto prima un sistema di strumenti difensivi che consenta di affrontare simili situazioni critiche senza dover cercare riparo in una rivalutazione»¹¹⁷. Ben presto però risultò chiaro che la rivalutazione effettuata non era sufficiente. Il 4 agosto 1971 ripresero massicci afflussi di dollari, che la BNS cercò di fronteggiare mediante una nuova convenzione con le banche. Essa prevedeva, da un lato, una sterilizzazione per la durata di dieci giorni dei fondi spettanti alle banche in contropartita delle vendite di dollari alla BNS nel caso in cui non fossero stati reimpiegati all'estero. Dall'altro, fu introdotta una riserva obbligatoria del 100% sulle nuove passività in franchi verso non residenti e il divieto di remunerazione su tali depositi con scadenza inferiore a sei mesi¹¹⁸.

116 BNS, verbale della Direzione generale (1970), 19 febbraio, n. 175. D'altra parte, già nel 1969 la Direzione generale aveva prospettato che, nel caso di una rivalutazione di diverse valute estere, la Svizzera sarebbe stata costretta a fare altrettanto, cfr. BNS, verbale della Direzione generale (1969), 1° maggio, n. 454. Tra gli esperti di scienze economiche (Professorium), occasionalmente invitati dalla BNS, intervennero a favore di una rivalutazione del franco, nel corso di vari dibattiti, i professori Bombach, Lutz, Sieber e Würgler, cfr. BNS, verbale della Direzione generale (1969), 3 luglio, n. 698 e 4 dicembre, n. 1353. All'interno della banca centrale, Max Gal si dichiarò favorevole a una rivalutazione incondizionata in un promemoria a Leutwiler di novembre, cfr. BNS, Frage der Paritätsänderung (1969).

117 BNS, verbale della Direzione generale (1971), 17 giugno, n. 577.

118 BNS, verbale della Direzione generale (1971), 12 agosto, n. 780.

Il 15 agosto 1971 il presidente Nixon sospese la convertibilità del dollaro in oro e introdusse, tra le altre misure, una tassa del 10% sulle importazioni, intesa anche come strumento di pressione a favore di una modifica generalizzata delle parità di cambio. Le autorità statunitensi affermavano che una svalutazione del dollaro non era possibile poiché quasi tutti i paesi avrebbero fatto altrettanto. Esse chiedevano pertanto un generale riallineamento dei tassi di cambio, sostenendo che gli altri paesi europei sviluppati erano tenuti ora a condividere l'onere della difesa della libertà. In risposta a tali misure, tutti i paesi industriali occidentali, escluso il Giappone, chiusero i mercati dei cambi, oppure sospesero gli interventi valutari da parte delle autorità monetarie. Altrettanto fece la Svizzera, la cui banca centrale si astenne del tutto dall'intervenire sui mercati finché non fu raggiunta un'intesa sulle nuove parità di cambio. Dopo laboriose trattative condotte dai paesi del G10 e dalla Svizzera, il 18 dicembre 1971 le nuove parità furono fissate a Washington nel quadro del cosiddetto Accordo smithsoniano (*Smithsonian Agreement*): il dollaro fu svalutato del 7,89% nei confronti dell'oro, mentre per tutte le altre principali valute vennero decise rivalutazioni rispetto al dollaro nell'ordine del 7,48–16,9%; da parte statunitense fu abolita la tassa sulle importazioni, mentre la Svizzera rivalutò il franco del 6,4% rispetto al dollaro, ma riuscì a mantenere invariata la parità aurea per effetto della contestuale svalutazione della moneta statunitense¹¹⁹.

Ma anche queste misure non furono sufficienti a stabilizzare il sistema monetario internazionale, ora incentrato esclusivamente sul dollaro come moneta di riserva. In Svizzera permaneva una situazione caratterizzata da surriscaldamento congiunturale, afflussi di capitali esteri e conseguente aumento dell'inflazione. La Confederazione e la BNS cercarono di fronteggiarla inasprendo ulteriormente le misure amministrative contro l'afflusso di divise e le restrizioni creditizie. Nel giugno 1972 il Consiglio federale introdusse il divieto di investire capitali esteri in immobili svizzeri e in luglio il divieto di remunerazione degli averi esteri, l'applicazione di una provvigione (tasso negativo) e riserve minime (chiamate averi minimi secondo l'ordinanza federale) su capitali stranieri, nonché l'obbligo di autorizzazione per la raccolta di capitali all'estero. Infine, nel dicembre 1972 fu varato un decreto federale con cui venivano introdotti vari provvedimenti nel settore del credito che prevedevano averi minimi sui fondi svizzeri ed esteri, limitazioni al credito e il controllo delle emissioni sul mercato svizzero dei capitali.

119 BNS, verbale della Direzione generale (1971), 19 agosto, n. 788 e 801, 21 settembre, n. 908 e 23 dicembre, n. 1171.

Nella maggior parte dei casi, era stata la BNS a proporre queste misure o a chiederne l'inasprimento. In una lettera al Dipartimento federale delle finanze, essa aveva sollecitato, ad esempio, un abbassamento da 1 milione a 50 000 franchi della franchigia sulla raccolta all'estero per escludere eventuali raggiri¹²⁰.

La Banca nazionale era anche preoccupata dalla crescente tendenza ad impiegare il franco come moneta di riferimento nelle transazioni ed emissioni internazionali, una tendenza che cercò di contrastare energicamente. Il 5 agosto 1971 apprese dal Credito Svizzero che la London Mutinational Bank Ltd., una partecipata della banca elvetica, aveva collocato sul mercato *notes* denominate in franchi svizzeri della Illinois Tool Works Inc., Chicago, per 8 milioni di franchi, di cui 7 milioni erano stati ceduti a banche svizzere. Nella sua lettera di risposta, la BNS si era così espressa: «Come è certamente a vostra conoscenza, da anni abbiamo compiuto ogni sforzo per evitare che banche estere emettessero titoli denominati in franchi svizzeri, in quanto ciò contribuirebbe a una internazionalizzazione della nostra moneta e quindi a transazioni in franchi che non sono commisurate alla nostra economia e sfuggono al controllo da parte delle nostre autorità, con il rischio di perturbare seriamente il mercato monetario e finanziario interno in considerazione delle sue modeste dimensioni»¹²¹. Al Credito Svizzero fu chiesto di indurre la banca londinese a sospendere il collocamento. Già il 29 luglio 1971 le tre maggiori banche si erano impegnate a non partecipare direttamente o attraverso filiali o succursali estere al collocamento di obbligazioni in franchi svizzeri con scadenza inferiore a un anno destinate a prenditori esteri. La Banca nazionale si adoperò in seguito per ottenere un analogo impegno da parte delle altre banche¹²². Pienamente coerente con questa linea era anche la posizione assunta dalla BNS riguardo all'obbligo di autorizzazione per la raccolta creditizia all'estero. A questo riguardo, argomentava: «L'impiego del franco svizzero non è auspicato dal punto di vista della politica valutaria, poiché il creditore risiede all'estero dove dovrebbero essere anche impiegati i fondi. Come è noto, ci opponiamo da tempo a una 'internazionalizzazione' del franco svizzero. Laddove [...] esiste un obbligo di autorizzazione neghiamo pertanto tale autorizzazione. Per attuare questa politica è auspicabile un abbassamento della quota esente [da 1 milione] a 50 000 franchi»¹²³. Ulteriori provvedimenti di questo tipo furono adottati in seguito.

120 BNS, verbale della Direzione generale (1973), 18 gennaio, n. 43.

121 BNS, verbale della Direzione generale (1971), 12 agosto, n. 757.

122 *Ibidem*.

123 BNS, verbale della Direzione generale (1973), 18 gennaio, n. 43.

Come prevedibile, anche questi interventi si rivelarono scarsamente efficaci. Dopo che l'Italia aveva introdotto, il 21 gennaio 1973, un doppio mercato dei cambi per le transazioni commerciali e per quelle finanziarie, tornarono ad affluire alla BNS ingenti quantitativi di dollari, che il 22 gennaio raggiunsero in un solo giorno l'equivalente di circa 1 miliardo di franchi. Di conseguenza, dopo che il capo del 3° Dipartimento, Fritz Leutwiler, si era consultato con il consigliere federale Nello Celio, capo del Dipartimento federale delle finanze, e con il presidente della Direzione generale, Edwin Stopper, assente per malattia, fu deciso di informare le banche, alle ore 8.30 del 23 gennaio, che la BNS «rinuncia oggi a effettuare interventi sul mercato del dollaro. Essa si asterrà dall'intervenire finché la situazione non si sarà normalizzata». Il consigliere federale Celio, interpellato, aveva risposto «in maniera univoca e senza esitazione, anche a nome dell'intero Consiglio federale, che non si poteva correre un simile rischio. Per motivi psicologici sarebbe intollerabile se, poco dopo l'entrata in vigore del decreto federale sulla lotta all'inflazione, dovessimo acquistare ingenti quantitativi di dollari accreditando franchi [...]»¹²⁴. Neppure un'ulteriore svalutazione del 10% della moneta americana nei confronti dell'oro si rivelò efficace, mentre proseguivano gli afflussi di dollari diretti questa volta soprattutto verso la Germania, che pertanto decise, il 12 marzo 1973, insieme ad altri paesi della Comunità economica europea, di lasciare fluttuare liberamente i tassi di cambio rispetto al dollaro ma di mantenere fisse le parità reciproche (fluttuazione congiunta). Era pertanto chiaro a osservatori informati che la decisione della Svizzera di liberalizzare «temporaneamente» il cambio del dollaro equivaleva a un duraturo passaggio a un sistema di tassi flessibili, con il quale convive ormai da più di trent'anni.

2.3.5 *Il trattamento delle perdite di cambio*

Un'altra questione di cui si dovettero occupare la Direzione generale e le autorità federali riguardava l'attribuzione delle perdite subite in seguito alla rivalutazione del franco del maggio 1971 e il loro trattamento. In base a stime della BNS, esse ammontavano ad almeno 1,2 miliardi di franchi, di cui circa 690 milioni di franchi andavano imputati alle posizioni in oro e oltre 550 milioni a quelle in valuta. La BNS era del parere che tali perdite dovessero essere assunte integralmente dalla Confederazione, richiamandosi all'articolo 3 della nuova legge federale sulle monete del 18 dicembre 1970, in base alla

¹²⁴ BNS, verbale della Direzione generale (1973) e 25 gennaio, n. 90 per la sequenza cronologica, BNS, verbale della Direzione generale (1973), 22 marzo, n. 178.

quale la decisione sul trattamento delle perdite era di competenza dell'Assemblea federale. Per evitare che la BNS «a fine esercizio debba certificare perdite nell'ordine di centinaia di milioni di franchi», sarebbe stata necessaria una partecipazione della mano pubblica. La BNS chiese perciò alla Confederazione un riconoscimento di debito infruttifero nei suoi confronti di 700 milioni di franchi da ammortizzare negli anni seguenti con gli utili della BNS. Per poter presentare a fine esercizio un bilancio senza perdite, era auspicabile che il Parlamento risolvesse definitivamente la questione prima della fine dell'anno¹²⁵. Sia il Governo che il Legislativo accolsero queste proposte, e il Consiglio federale ottenne addirittura che la Confederazione si assumesse l'intera perdita di cambio per oltre 1,2 miliardi di franchi sotto forma di un'obbligazione di pagamento infruttifera nei confronti della BNS¹²⁶.

La generosità della Confederazione si spiega forse con il fatto che il riallineamento dei cambi nel quadro dell'Accordo smithsoniano di fine 1971 aveva comportato ulteriori minusvalenze da rivalutazione. Queste riguardavano solo le riserve in valuta, dato che la parità dell'oro, a causa della svalutazione del dollaro, era rimasta invariata. Un aspetto interessante è che nello stesso tempo la BNS aveva impiegato gli utili da investimenti in valute, stimabili in 140 milioni di franchi, per rettifiche di valore sulle posizioni valutarie, al fine di non far apparire in una luce troppo favorevole la capacità reddituale della Banca. Simili manovre di bilancio poco trasparenti furono compiute anche negli esercizi finanziari dal 1972 al 1976¹²⁷. A copertura di eventuali perdite future fu costituita, con parte degli utili, una riserva occulta, dissimulata nei rendiconti pubblicati sotto la voce «altri passivi».

Dopo il passaggio ai tassi flessibili, le perdite di cambio della BNS aumentarono a causa dell'ulteriore deprezzamento del dollaro. Nondimeno, a fine anno Leutwiler informò la Direzione generale che Stopper gli aveva espresso il parere secondo cui «le perdite da rivalutazione, a fronte delle quali sussiste un riconoscimento di debito della Confederazione, [...] originerebbero dalla svalutazione sulle nostre riserve auree e non su quelle valutarie. Tale svalutazione è ora irrilevante in quanto al momento opportuno la Confederazione potrebbe aumentare la valutazione dell'oro. Poiché questa possibilità teoricamente esiste, diventa superfluo un ulteriore ammortamento palese del debito della Confederazione». La Direzione generale era quindi consapevole del fatto che, in seguito all'aumento di prezzo dell'oro sul mercato libero,

125 BNS, verbale della Direzione generale (1971), 8 luglio, n. 670.

126 BNS, verbale della Direzione generale (1971), 28 ottobre, n. 1020 e 11 novembre n. 1032

127 BNS, verbale della Direzione generale (1971), 9 dicembre, n. 1138; (1972), 23 novembre, n. 1057 e 14 dicembre, n. 1123.

esisteva di fatto un notevole guadagno, anziché le perdite iscritte in bilancio sulle riserve auree. Ciò nonostante, fu accantonato nel fondo per rischi valutari e di cambio un ulteriore importo di 232 milioni di franchi dagli utili della BNS per poter estinguere entro la fine del 1976 il riconoscimento di debito della Confederazione¹²⁸.

Nuove perdite sulle disponibilità valutarie emersero negli anni successivi. Non sorprende quindi che già relativamente presto, ossia nel 1973, sia stata presentata in Parlamento un'interpellanza da parte del consigliere nazionale Ulrich Fischer riguardante le perdite da rivalutazione sulle riserve in dollari della BNS. La risposta del Consiglio federale, elaborata dalla BNS, risultò alquanto evasiva. Non soddisfatto, Fischer presentò un'altra interrogazione il 18 settembre, con la quale chiedeva di essere informato su cosa intendesse fare il Governo per chiarire la questione dei rischi di cambio derivanti dagli accordi di *swap* e dai *Roosa bonds*, e in particolare chi dovesse assumersi tali rischi, a quanto ammontavano le perdite accumulate, quale sarebbe stato il loro trattamento e su chi ricadeva la responsabilità degli acquisti di dollari¹²⁹.

In effetti, il successivo trattamento delle perdite di cambio mutò radicalmente. Non era più la Confederazione, anche se solo nominalmente, ma la stessa BNS a dover ora rispondere delle perdite che, secondo Fritz Leutwiler, divenuto nel frattempo presidente della Direzione generale, ammontavano tra il 1971 e il 1977 «a circa 3,8 miliardi di franchi, ovvero a 5 miliardi se si teneva conto della perdita da rivalutazione relativa all'anno 1971»¹³⁰. A questo riguardo, la BNS non modificò la sua prassi di riportare nei rendiconti di esercizio, quando lo riteneva opportuno, perdite minori di quelle effettivamente subite. A tal fine, essa impiegava per la valutazione delle riserve in dollari un tasso di cambio superiore a quello di mercato e in parte attingeva ad accantonamenti occulti effettuati in anni precedenti a spese degli utili a bilancio. Così si esprimeva Leutwiler nell'illustrare al Comitato di banca il rapporto di gestione per il 1977: «Dalle note esplicative del rapporto di gestione si può rilevare che le riserve in dollari non coperte contro rischi di cambio [...] sono state rivalutate a 2.25. Il corso di fine anno del dollaro si aggirava intorno a 2.00 [...]. Dalla valutazione delle riserve in dollari a 2.25 risulta un rettifica di valore pari a 1208 milioni di franchi. Una valutazione a 2.00 avrebbe innalzato tale rettifica a circa 3,1 miliardi di franchi,

128 BNS, verbale della Direzione generale (1973), 6 dicembre, n. 872 e 13 dicembre, n. 921.

129 BNS, verbale della Direzione generale (1973), 25 ottobre, n. 759.

130 BNS, verbale del Comitato di banca (1978), 24 febbraio, p. 26.

costringendoci a riportare a nuovo una perdita o a effettuare una nuova valutazione delle riserve auree»¹³¹. «Il citato accantonamento interno è stato costituito negli anni dal 1972 fino al 1976. Esso deve essere ora attinto non solo a concorrenza dell'ammontare dichiarato di 29,7 milioni di franchi, bensì nella misura di 309 milioni. Dopo questo prelievo, esso ammonta ancora a 648 milioni di franchi»¹³². Nelle note esplicative del rapporto di gestione relative al conto economico si legge: «Dal lato delle entrate si rileva soprattutto l'assenza di ricavi dalle transazioni in oro e divise. Siccome le perdite di cambio sulle riserve valutarie hanno superato gli introiti da interessi, si è reso necessario un prelievo di 29,7 milioni dagli accantonamenti interni per rischi di cambio e valutari. Oltre a ciò, è stato fatto ricorso alle riserve accumulate in precedenza per la copertura delle banconote (10 milioni di franchi), interessi su buoni del Tesoro federali (70 milioni), operazioni di mercato aperto (86,1 milioni) e stabili della Banca (13,7 milioni)»¹³³. Pertanto, a compensazione delle perdite sulle disponibilità in dollari non solo furono impiegati i proventi complessivi da interessi ma vennero anche effettuati prelievi dalle riserve valutarie occulte e da altre poste per evitare di dover dichiarare una perdita.

A seguito del perdurante deprezzamento del dollaro, le restanti riserve occulte e i proventi dell'esercizio 1978 non bastarono nemmeno a coprire metà delle perdite per 4435 milioni di franchi sulle riserve in valuta. Di conseguenza, dal lato dell'attivo di bilancio fu riportata una «perdita sulle riserve di divise» pari a circa 2593 milioni di franchi, accompagnata dalla nota «coperta dalle riserve occulte sulla consistenza aurea»¹³⁴. Nei due anni successivi, fu possibile finanziare le perdite con le entrate e quindi effettuare nuovi accantonamenti a riserva.

2.4 La politica della quantità di moneta in regime di tassi di cambio flessibili

2.4.1 *Situazione iniziale e problematiche*

Il passaggio a un regime di tassi di cambio flessibili non rientrava negli auspici e tanto meno nei progetti né della BNS né del Governo. La Direzione generale chiese conferma, in via cautelativa, al proprio servizio giuridico che la sospensione degli interventi sui mercati dei cambi fosse legittima anche in

131 BNS, verbale del Comitato di banca (1978), 24 febbraio, pp. 26 seg.

132 BNS, verbale del Comitato di banca (1978), 24 febbraio, p. 26.

133 BNS, 70° *Rapport de gestion* 1977, p. 82.

134 BNS, 72° *Rapport de gestion* 1979, p. 84.

base all'Accordo smithsoniano. Anche dopo varie settimane, essa sperava ancora nella fissazione di una nuova parità. Il 15 febbraio 1973 fece presente al consigliere federale Nello Celio che era opportuno un decreto immediato sulla nuova parità, visto che il dollaro a un cambio di 3.31 franchi si stava pericolosamente avvicinando al nuovo punto inferiore di intervento previsto. Celio fu in grado di raggiungere solo tre dei suoi sei colleghi e proponeva pertanto di rinviare la decisione al lunedì successivo. Autorizzò comunque la BNS a lasciar trapelare alle banche l'intenzione del Governo di fissare una nuova parità, né era contrario a una manovra della Banca nazionale per evitare che il dollaro scendesse al di sotto della soglia di 3.31. Il 19 febbraio la Cancelleria federale diffuse la seguente dichiarazione: «Il Consiglio federale e la Direzione generale della BNS hanno nuovamente preso in esame, come già previsto la settimana scorsa, la situazione valutaria, giudicando auspicabili nuovi tassi di cambio fissi. Fino al momento della nuova fissazione, la Banca nazionale tenderà a evitare che il corso del dollaro scenda molto al di sotto dell'attuale livello di mercato»¹³⁵. Successivamente, il 22 e 23 febbraio la BNS acquistò a pronti 807 milioni di dollari per l'equivalente di 2,75 miliardi di franchi e ulteriori 175 milioni di dollari a termine, senza poter arrestare l'ulteriore declino della moneta statunitense a 3.10 franchi. Questi tentativi, peraltro vani, furono in seguito sospesi, e il sistema di tassi di cambio flessibili venne infine accettato¹³⁶.

Da quanto descritto, si ricava l'impressione che né la Direzione generale e ancor meno il Consiglio federale fossero inizialmente consapevoli dell'aumento di potere derivante alla BNS dal passaggio ai cambi flessibili. D'ora in poi, infatti, la Banca nazionale avrebbe potuto gestire in modo autonomo la crescita monetaria in Svizzera. In precedenza, nonostante i controlli valutari e le restrizioni al credito, nonché la partecipazione a operazioni internazionali di *swap*, la quantità di moneta in Svizzera era sostanzialmente determinata dalla politica monetaria degli Stati Uniti. Poiché l'orientamento espansivo perseguito da questi ultimi, in quanto paese a moneta di riserva in regime di cambi fissi, non era compatibile con il rispetto delle regole della moneta aurea, le banche centrali orientate alla stabilità dei prezzi, come la BNS, si trovavano a dover affrontare un eccesso di offerta di dollari che erano costrette ad acquistare al corso fisso, con conseguente dilatazione della base monetaria.

135 Communiqué de presse sur la situation monétaire (1973).

136 BNS, Freigabe Wechselkurs (1973); BNS, verbale della Direzione generale (1973), 25 gennaio, n.90, 15 febbraio, n. 149 e 22 marzo, n. 178.

Con la transizione ai tassi di cambio flessibili, il Consiglio federale e soprattutto la BNS furono posti di fronte a problemi del tutto nuovi. Si trattava ora di concepire una politica rispondente alle nuove realtà. Inoltre, quasi subito emerse il fenomeno storicamente ben noto per cui i tassi di cambio flessibili non solo sono soggetti a forti variazioni a breve termine ma tendono anche a pronunciate oscillazioni nel medio-lungo periodo intorno alla parità di potere d'acquisto¹³⁷. Questi problemi erano acuiti dal fatto che la Svizzera è un paese di piccole dimensioni e il franco è considerato un bene rifugio sicuro in situazioni di crisi. Di fronte a questo stato di cose, al Governo e alla BNS si offrivano le seguenti possibilità: continuare ad applicare i controlli contro l'afflusso di divise, elaborare una nuova politica monetaria, sviluppare la collaborazione monetaria internazionale con altre banche centrali e associarsi alla fluttuazione congiunta in seno alla CEE con tassi di cambio fissi nei confronti di altri paesi membri del cosiddetto Serpente monetario. In effetti, una simile partecipazione era già stata considerata nel corso di una riunione del Consiglio federale con la Direzione generale, svoltasi il 14 marzo 1973. Dopo il forte apprezzamento registrato dal franco nell'autunno 1974, l'anno successivo furono anche avviate trattative, ma la partecipazione svizzera, ostacolata dalla Francia, non si realizzò, contrariamente a quella di Svezia e Norvegia che pure non erano membri della CEE. In seguito, la Francia si sarebbe opposta anche all'ingresso della Svizzera nel Sistema monetario europeo (SME), entrato in vigore nel 1979, che prevedeva, oltre a un regime di cambi fissi, anche ingenti aiuti creditizi tra i paesi membri¹³⁸.

È interessante notare che la Svizzera non pare aver mai preso in considerazione la possibilità di aggregarsi unilateralmente, come poi fece l'Austria, al Serpente della CEE. D'altra parte, ciò avrebbe implicato una dipendenza della Svizzera dalla politica monetaria della Bundesbank, nucleo di questa associazione monetaria. Tuttavia, siccome la banca centrale tedesca perseguiva una politica orientata alla stabilità, si sarebbero evitate probabilmente forti oscillazioni dei cambi, senza dover subire tassi di inflazione più alti di quelli che avrebbe comportato una politica monetaria autonoma¹³⁹.

137 Cfr. Bernholz (1982); cfr. anche: League of Nations (1946), capitolo 6.

138 BNS, verbale della Direzione generale (1973), 22 marzo, n. 178 e (1978), 13 luglio, n. 480/1.

In entrambi i casi, il ministro delle finanze francese, e futuro presidente, Valéry Giscard d'Estaing, pare aver svolto un ruolo di rilievo nella posizione di rifiuto della Francia.

Un resoconto approfondito sul fallimento dei negoziati per l'adesione al Serpente monetario europeo si trova in Halbeisen (2007), il quale ritiene che la Francia abbia voluto evitare un allargamento del blocco dei paesi a moneta forte.

139 Questa valutazione non trova unanime consenso (cfr. 11.4.6).

Nel corso degli anni successivi, il Consiglio federale e la BNS tentarono tutte le altre soluzioni disponibili. Le misure di difesa contro gli afflussi di divise, il contingentamento del credito, nonché le operazioni internazionali di *swap* e di assistenza creditizia continuarono ad essere applicati nonostante il loro perdurante insuccesso. A favore di queste ultime si può dire se non altro che si trattava di misure conformi al mercato, le quali potevano essere attuate in sintonia con il nuovo approccio quantitativo di politica monetaria, agevolandone probabilmente l'adozione. Viceversa, il regime di controlli valutari poteva vantare al massimo una lunga tradizione. Kurt Schiltknecht riferisce che, dopo alcune settimane trascorse alla BNS nel 1974, il presidente Leutwiler gli avrebbe detto: «Deve sapere che non ho la minima idea di come si conduce una politica monetaria in regime di cambi flessibili. L'unica cosa di cui mi sono occupato nella mia vita è il modo in cui possiamo contrastare gli afflussi di capitali, come possiamo evitare che entri troppo denaro in Svizzera»¹⁴⁰.

2.4.2 *Politica della quantità di moneta e iperreattività dei tassi di cambio*

Come già accennato, con il passaggio ai tassi di cambio flessibili la BNS aveva acquisito per la prima volta il pieno controllo sulla quantità di moneta M_0 (banconote in circolazione più depositi a vista delle banche in conti giro presso la BNS) e quindi anche un influsso determinante sull'aggregato M_1 (banconote in circolazione e depositi a vista presso banche al di fuori della BNS). Essa era quindi in grado di incidere in maniera decisiva sul livello dell'inflazione. Nello stesso tempo, si poneva comunque la questione del modo in cui la BNS avrebbe dovuto concepire la nuova politica monetaria.

Una proposta del futuro Premio Nobel, Milton Friedman, si fondava sulla teoria quantitativa della moneta e prevedeva che la base monetaria aumentasse mediamente allo stesso ritmo del prodotto nazionale lordo reale¹⁴¹. La circolazione monetaria sarebbe quindi cresciuta in linea con la prestazione dell'economia reale, evitando in tal modo un eccesso di offerta di moneta che con il tempo avrebbe causato un rialzo del livello dei prezzi. Questa formulazione lasciava però irrisolta una serie di quesiti. Quale aggregato monetario scegliere: M_0 , M_1 o M_2 , che allora comprendeva, oltre a M_1 , anche i depositi vincolati presso le banche con scadenza di alcuni mesi? Con quanto ritardo una modifica della quantità di moneta si trasmette al livello dei prezzi? Quali

140 BNS, intervista a Schiltknecht (2004).

141 Cfr. Friedman (1953), capitolo «The Case for Flexible Exchange Rates», pp. 157–203 e Friedman (1959).

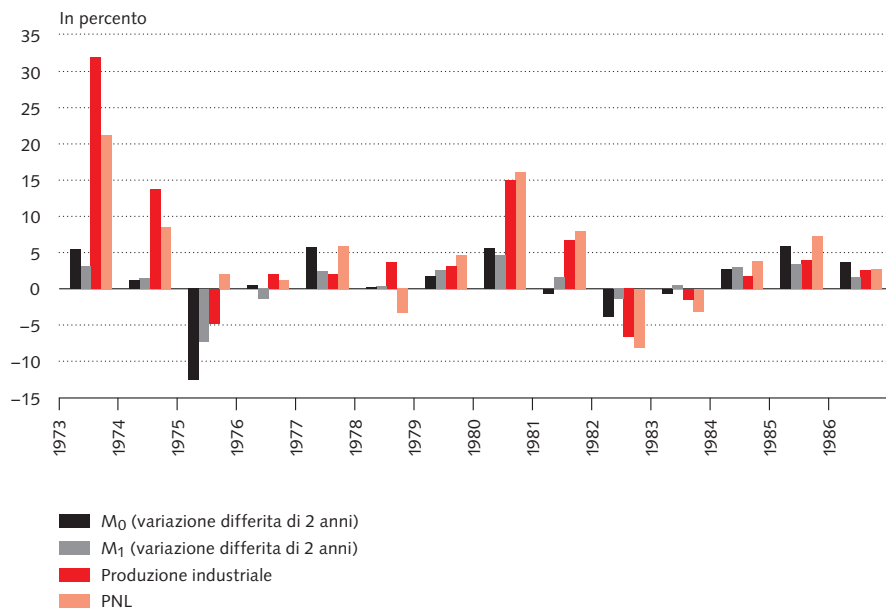
i suoi effetti a breve e a medio termine su tassi di cambio, tassi di interesse e oscillazioni congiunturali? Si deve tenere conto – e in che modo – degli influssi esercitati dalle oscillazioni del ciclo e da perturbazioni come eventi bellici, rincari del petrolio o catastrofi naturali? Come si stabilisce la crescita reale attesa del prodotto nazionale lordo (PNL) o è preferibile come grandezza di riferimento il PNL potenziale? Lo stesso Friedman aveva prospettato un aumento della quantità di moneta orientato a un tasso medio di crescita economica realizzabile nel lungo periodo, sconsigliando dal reagire a perturbazioni nel breve periodo.

Dopo le ultime rilevanti acquisizioni di dollari del febbraio 1973, la BNS aveva sospeso i suoi interventi sui mercati dei cambi, cui avrebbe fatto nuovamente ricorso solo nel 1975. Di conseguenza, negli anni 1973 e 1974 la quantità di moneta della banca centrale era rimasta praticamente invariata. In presenza di un'inflazione inizialmente ancora persistente, ciò si tradusse, con lo sfasamento temporale consueto per la Svizzera, in una forte contrazione economica. Solo dopo che il PNL e soprattutto la produzione industriale registrarono un netto calo, l'inflazione cominciò a scendere (cfr. figure 2.6 e 2.7). In quel periodo, anche altri paesi avevano subito una flessione della crescita, ma la Svizzera fu il paese più colpito a causa della sua politica monetaria: nel 1975 la produzione industriale diminuì del 12,6%. Da notare che a causa dell'effetto ritardato sulla congiuntura e sui prezzi le modifiche nella quantità di moneta nominale sono differite nei grafici rispettivamente di due anni (per la produzione industriale e il PNL) e di tre anni (per l'indice dei prezzi al consumo). Pertanto, le variazioni nell'offerta di moneta, riportate ad esempio per il 1973, si riferiscono in realtà al 1971 ovvero al 1970. Come si può rilevare dalle figure, ove si tenga conto di questo sfasamento temporale, la correlazione tra crescita economica e monetaria, e indice dei prezzi al consumo (IPC) è qualitativamente soddisfacente.

Fu il capo del Servizio studi e statistica, John Lademann, a proporre, nel maggio 1974, un dibattito su una politica della quantità di moneta da affiancare alle misure di restrizione del credito allora in vigore. Una sollecitazione indiretta era probabilmente provenuta dal professor Karl Brunner, con cui Lademann aveva conseguito il dottorato. Nel 1973 in una serie di colloqui e certamente anche in occasione del suo seminario monetario annuale di Costanza, Brunner gli aveva «rimproverato il fatto che conduciamo una politica sballata, e dovevamo assolutamente rinunciare al tasso di cambio come un dato fisso per poter portare sotto controllo la quantità di moneta»¹⁴².

142 BNS, intervista a Lademann (2005a).

Figura 2.6
Variazione annua di M_0 e M_1 , della produzione industriale e del PNL in Svizzera, 1973–1986



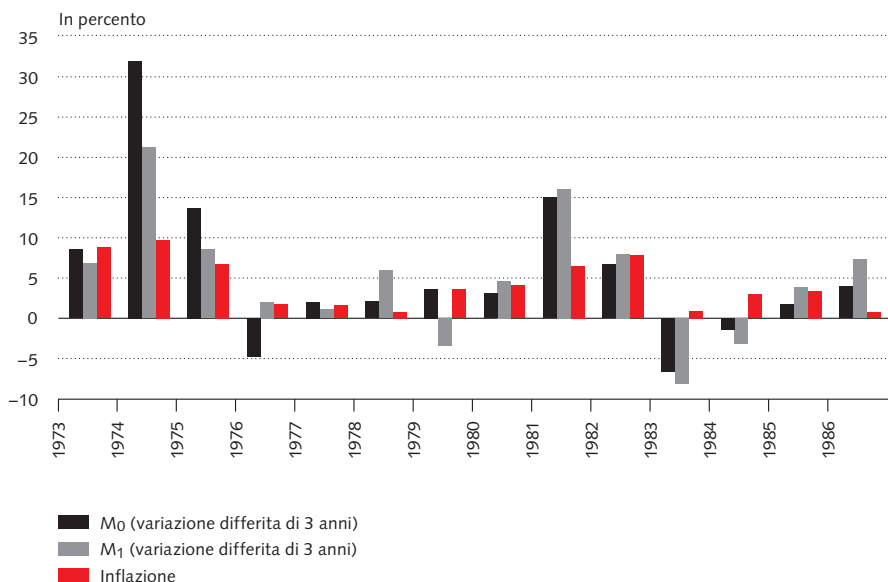
Fonte: BNS, *Bulletin mensuel* (vari anni).

In una nota al presidente della Direzione generale, Fritz Leutwiler, Lademann scriveva: «In definitiva, appare opportuno avviare una riflessione sul rapporto tra la quantità di moneta della banca centrale, in particolare il suo aumento, e l'espansione del credito, ovvero la creazione di moneta scritturale delle banche, in modo da pervenire a una crescita ragionevole della nostra offerta di moneta»¹⁴³.

Leutwiler accolse rapidamente questo suggerimento e designò Kurt Schiltknecht alla guida di un piccolo gruppo di lavoro all'interno del Servizio studi e di statistica, con l'incarico di elaborare proposte per una politica della quantità di moneta. Il gruppo era inizialmente costituito, oltre che da Schiltknecht, da Alexander Galli e Peter Buomberger. Nel 1977, quando assunse il nome di Divisione della ricerca, vi si aggiunsero Ernst Baltensperger e Georg Rich. Nel 1978 essa venne unificata con la Divisione economica sotto la guida di Schiltknecht.

¹⁴³ BNS, *Überlegungen zur Kreditbegrenzung* (1974); intervista a Lademann (2005b) e BNS, retrospettiva Schiltknecht (1985).

Figura 2.7
 Variazione annua di M_0 , di M_1 e dell'inflazione in Svizzera, 1973–1986



Fonte: BNS, *Bulletin mensuel* (vari anni).

Si è già accennato in precedenza alla proposta di Milton Friedman, secondo il quale per contrastare le tendenze inflazionistiche era necessario perseguire un'espansione monetaria costante che corrispondesse alla crescita potenziale del PNL reale. Una modifica del tasso di aumento della quantità di moneta per tenere conto della situazione congiunturale e di perturbazione nel breve periodo era controproducente, perché il ritardo con cui agiscono tali modifiche varia nel tempo. Le sue riflessioni si riferivano anzitutto agli Stati Uniti. Egli sosteneva che, date le dimensioni dell'economia statunitense, la quota del commercio estero sul prodotto nazionale degli Stati Uniti era modesta, e ciò sconsigliava dall'orientare sui tassi di cambio l'azione per contrastare le tendenze inflazionistiche¹⁴⁴. Capovolgendo questa argomentazione, si potrebbe dedurre che a un paese di piccole dimensioni Friedman avrebbe raccomandato di

144 Cfr. Friedman (1959, 1968); cfr. anche Brunner (1968). Brunner ebbe un influsso indiretto sul gruppo di lavoro attraverso le molte discussioni e i frequenti colloqui telefonici con Kurt Schiltknecht, senza peraltro formulare mai proposte concrete. In alcune occasioni si mise in contatto anche con Fritz Leutwiler (in base a un'informazione telefonica di Kurt Schiltknecht del 1° febbraio 2006). Nel corso del suo seminario annuale di Costanza, cui presero parte numerosi economisti, anche della BNS e della Bundesbank, furono intensamente discussi, a partire dal 1971, temi di politica monetaria.

ancorare il tasso di cambio alla moneta di un paese grande con una politica di crescita monetaria stabile. Un suggerimento cui la Svizzera non diede seguito.

L'adozione da parte della BNS di una politica della quantità di moneta, il suo successivo affinamento, nonché le conseguenze e problematiche ad essa legate, sono stati descritti in modo approfondito e competente ed è quindi sufficiente un breve accenno¹⁴⁵. Poiché l'elaborazione di un approccio quantitativo di politica monetaria rappresentava per il gruppo di lavoro un compito del tutto nuovo, non sorprende che nel corso degli anni tale modello sia stato oggetto di affinamenti e modifiche. Una questione fondamentale da decidere era anzitutto la scelta di M_1 come grandezza di riferimento. Dato che la capacità della banca centrale di influire su M_0 si limita in sostanza ai depositi detenuti presso di lei dalle banche, mentre la circolazione di banconote è determinata prevalentemente dalla domanda del pubblico, era importante analizzare inizialmente, oltre all'andamento atteso del PNL, anche la relazione intercorrente tra M_1 e la quantità di moneta della banca centrale M_0 . Si trattava inoltre di definire gli strumenti adatti all'attuazione della politica della quantità di moneta. A tale riguardo, fu presentata da Schiltknecht una proposta basata sul *fine tuning*¹⁴⁶. Nel rapporto trasmesso alla Direzione generale alla fine del 1974 su «proposte per una politica della quantità di moneta nel 1975», spicca il fatto che l'evoluzione dei tassi di interesse e soprattutto la situazione dei cambi fossero state completamente trascurate, due aspetti che verranno presi in considerazione già nei successivi rapporti. È anche sorprendente che i rapporti, nonostante il loro orientamento a medio termine, dessero così ampio spazio alla situazione congiunturale del momento. Ciò contrastava con le raccomandazioni di Friedman. Nel rapporto presentato a fine 1975 sulle «proposte per una politica della quantità di moneta nel 1976» si sosteneva che una politica basata su tassi di crescita monetaria costanti doveva essere respinta in considerazione dei legami economici internazionali della Svizzera. Solo nella proposta per il 1981, ormai incentrata su M_0 , emerge il tentativo di ritornare su un sentiero orientato a medio termine: «È sempre più diffuso il riconoscimento che le modifiche a breve termine nell'indirizzo monetario non esercitano molti effetti sulle grandezze economiche fondamentali»¹⁴⁷.

Nei primi tre anni di applicazione del nuovo approccio monetario, la Direzione generale seguì le proposte del gruppo di lavoro. Per contro, a causa della pronunciata flessione del dollaro e soprattutto del marco tedesco, a fine 1977 decise, e a ragione, di fissare inizialmente per il 1978 un tasso di crescita

145 BNS, retrospettiva Schiltknecht (1985) e Schiltknecht (1994); Galli (1994); Rich (2003).

146 BNS, retrospettiva Schiltknecht (1985).

147 BNS, retrospettiva Schiltknecht (1985), p. 16.

Tabella 2.1

Obiettivi di crescita monetaria della BNS e loro conseguimento

| Anno | Proposta della Divisione economica | | Obiettivo monetario della Direzione generale | | Crescita effettiva ¹ | |
|------|--|-------------------------------|---|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|
| | M ₁ ² | M ₀ ^{3,4} | M ₁ ² | M ₀ ^{3,4} | M ₁ ² | M ₀ ^{3,4} |
| 1975 | 6,0% | – | 6% | 6% | 4,0% | 5,9% |
| 1976 | 5,0% | – | 6% | max. 0% | 7,8% | 3,7% |
| 1977 | 5,0% | – | 5% | – | 5,3% | 3,1% |
| 1978 | 3,5% | – | 5% | – | 16,6% | 15,0% |
| 1979 | Corso del DM: – da 0.85 a 0.89 franchi, politica di cambio con indirizzo monetario espansivo; – da 0.89 a 0.96 franchi, M ₁ : 5%; – da 0.96 a 1.00 franchi, politica di cambio con indirizzo monetario restrittivo. | | obiettivo monetario non quantificato | | 8,5% | 6,7% |
| 1980 | – | 4% | – | 4% | –9,0% | –7,8% |
| 1981 | – | 4% | – | 4% | –3,6% | –0,5% |
| 1982 | – | 4% | – | 3% | 3,0% | 2,6% |
| 1983 | – | 3% | – | 3% | 7,6% | 3,6% |

- 1 Le variazioni effettive sono state calcolate sulle medie annue (base monetaria: consistenza media mensile; aggregato M1: valori di fine mese).
- 2 Aggregato M₁ = contante in circolazione (escluso quello detenuto da banche, Posta e Confederazione) + conti giro di imprese commerciali, industriali e altri depositanti (escluse le banche) presso la BNS + depositi a vista in franchi svizzeri presso banche + depositi su conti correnti postali (esclusi quelli delle banche e della Confederazione).
- 3 Base monetaria M₀ = banconote in circolazione + depositi in conti giro di banche e società finanziarie svizzere presso la BNS (base monetaria rettificata, ossia depurata dei crediti di fine periodo = M₀ – crediti di fine periodo).
- 4 Dal 1980 tassi di crescita della base monetaria depurata della componente di fine periodo.

Fonti: BNS, *Bulletin mensuel* (vari anni); BNS, *Vorschläge zur Geldmengenpolitik* (vari anni); BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni).

monetaria del 4% (anziché del proposto 3,5%), portato poco più tardi al 5%, «in considerazione degli sviluppi estremi sul mercato dei cambi». Leutwiler temeva che «l'annuncio di una riduzione dell'obiettivo monetario dal 5% nell'anno che stava per terminare al 4% [per] il 1978 potesse essere interpretato dal pubblico come un indirizzo restrittivo, consolidando o rafforzando le aspettative di un tasso di cambio del franco sostenuto o addirittura in aumento»¹⁴⁸.

148 BNS, verbale della Direzione generale (1977), 1° dicembre, n. 879/1, 15 dicembre, n. 916.

I tassi di crescita monetaria proposti dal gruppo di lavoro, ovvero dalla Divisione della ricerca, e poi approvati dalla Direzione generale, sono riportati nella tabella 2.1 insieme alle variazioni effettive. Sebbene per il periodo 1975–1977 i tassi di crescita registrati per M_1 si discostino per eccesso o per difetto dall'obiettivo, nella media del periodo lo scarto (5,3% obiettivo, 5,7% effettivo) è solo dello 0,4%. Quel che più conta, l'obiettivo di ridurre il tasso di inflazione fu conseguito (cfr. figura 2.7).

Creava invece difficoltà l'ascesa del franco. Particolarmente problematico era il suo apprezzamento nei confronti del marco tedesco e delle valute ad esso collegate dapprima nel Serpente monetario e dal 1979 nello SME, dato che la quota di gran lunga maggiore delle esportazioni svizzere era diretta verso quei paesi. In realtà, tra il 1973 e il 1978 la flessione del marco nei confronti del franco aveva assunto dimensioni drammatiche (cfr. figura 2.8). Mentre in precedenza la moneta svizzera, in termini di indici relativi del costo della vita, risultava sottovalutata, essa tendeva ora a una crescente sopravvalutazione. Nel 1978 il marco scese temporaneamente al di sotto della soglia di 80 centesimi.

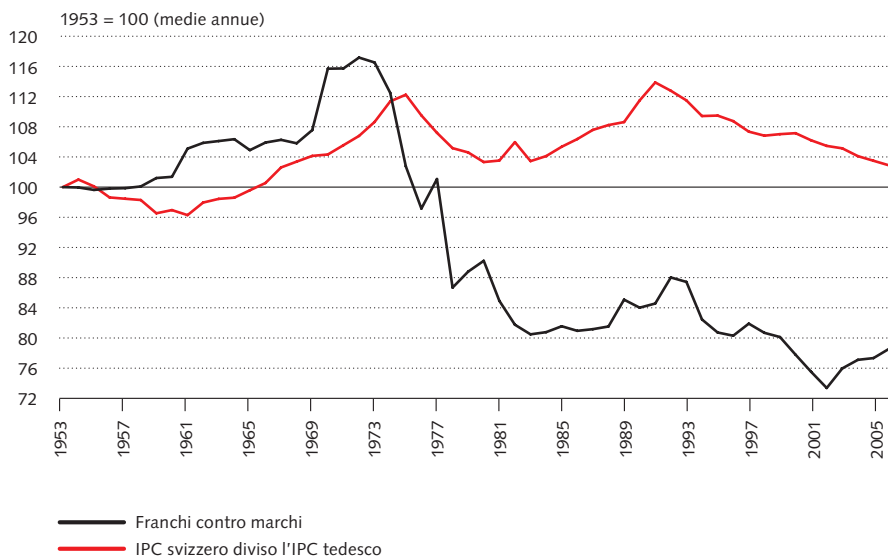
Un simile scostamento dei tassi di cambio flessibili¹⁴⁹ dalla parità di potere d'acquisto non rappresenta un fenomeno storicamente inconsueto ed è riscontrabile fin dal 17° secolo¹⁵⁰. È tuttavia sorprendente che per il franco, contrariamente ad altre valute, non sia intervenuto nessun cambiamento di tendenza persino nel lungo periodo, e almeno fino al 2006.

Dopo decenni di cambi fissi la sopravvalutazione del franco colse di sorpresa la Direzione generale, anche se gli ambienti accademici non avevano mancato di segnalare la possibilità di una simile evoluzione. Ad esempio, in una lettera al presidente Leutwiler dell'ottobre 1976 si faceva presente che sulla base delle ricerche storiche erano probabili protratte oscillazioni del 20–30% intorno alla parità di potere d'acquisto. Per un paese di modeste dimensioni con una politica monetaria e creditizia orientata alla stabilità, la sopravvalutazione del cambio avrebbe creato particolari problemi. «Mentre il tasso di inflazione [...] scende, l'industria di esportazione e l'occupazione sono soggette a pressioni eccezionalmente forti [...]. È infine da prevedere che [...] influenti forze politiche premeranno per un abbandono della politica monetaria di stabilità». Si argomentava inoltre che il tasso di inflazione perseguito poteva essere realizzato anche con l'ausilio di una politica di cambio

149 Cfr. Dornbusch (1976).

150 Cfr. Bernholz (1982, 2005), nonché Bernholz, Gärtner e Heri (1985).

Figura 2.8
**Andamento del tasso di cambio e della parità di potere d'acquisto (costo della vita)
 in Svizzera e in Germania, 1953–2006**



Fonti: FMI (vari anni); elaborazioni degli autori.

appropriata, sui cui dettagli erano già state formulate raccomandazioni¹⁵¹. Nel novembre 1976 tale proposta fu discussa con il presidente e con altri collaboratori della BNS da un piccolo gruppo di professori – che a quell'epoca venivano occasionalmente invitati a colloqui informali sulla politica monetaria – ma venne respinta da Leutwiler.

Mentre il franco continuava ad apprezzarsi, aumentavano le pressioni politiche sulla BNS. Nel febbraio 1978 Leutwiler fece presente che «si moltiplicavano le notizie sfavorevoli provenienti dall'economia svizzera e che alla BNS perveniva un crescente numero di lettere di protesta per l'andamento del tasso di cambio». E in settembre riferiva «che nell'industria si era andata accumulando una grande irritazione nei confronti del florido sistema bancario. A causa dell'evoluzione del cambio, diverse aziende si vedono costrette

151 Bernholz a Leutwiler (1976). Cfr. anche il rapporto di Bernholz e Kugler, in BNS, Wechselkursentwicklung (1978). Già nel 1975, in un progetto di ricerca condotto per conto della BNS, «Wechselkurse, Rezession und Exportwirtschaft» lo *Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Marktforschung* di San Gallo aveva sostenuto la tesi «che a fine 1974 la Banca nazionale aveva dato una preferenza troppo netta alla politica della quantità di moneta a scapito della politica del cambio». Cfr. BNS, verbale della Direzione generale (1975), 18 dicembre, n. 1395/1.

a chiudere intere linee di produzione»¹⁵². Nel Consiglio nazionale emersero chiari segni di inquietudine. In settembre fu presentata un'interpellanza della frazione socialdemocratica in cui si chiedeva al Consiglio federale «quali misure concrete per l'occupazione [...] stava approntando e se era anche disposto a riconsiderare la nostra attuale politica monetaria e valutaria (partecipazione al Serpente, legame del franco svizzero al marco tedesco e altro ancora)»¹⁵³. La Direzione generale cercò inutilmente di padroneggiare la situazione mediante un ulteriore inasprimento del regime di controlli valutari e con il ricorso a misure discrezionali. Infine, nel settembre 1978 i membri della Divisione della ricerca, Schiltknecht e Rich, nel timore che «la pressione politica a favore di una scissione del mercato o dei controlli valutari diventasse talmente forte da far perdere alla Banca nazionale le leve del comando», decisero di rivolgere alla Direzione generale la seguente raccomandazione: «Si rende noto che il tasso di cambio rispetto al DM viene fissato fra 84 e 100 franchi e che la Banca nazionale è pronta a intervenire fino a quando il rapporto di cambio con il DM non sarà salito a 84 franchi»¹⁵⁴. Leutwiler convocò Schiltknecht e gli chiese se era d'accordo anche sull'annuncio di un obiettivo chiaramente superiore a 80, ottenendo risposta affermativa. Non venne più menzionato un limite superiore¹⁵⁵. Il 29 settembre 1978 fu annunciato l'obiettivo e si procedette nel modo programmato. Il successo dell'iniziativa si manifestò in pochi giorni: il corso del marco salì rapidamente, e nel 1980 fu raggiunto un livello di oltre 90 franchi per 100 marchi.

La problematica del tasso di cambio era stato pertanto risolta in modo conforme al mercato, mentre era fallita per il momento la politica incentrata sul controllo della massa monetaria. Gli aggregati monetari registrarono una massiccia crescita (tabella 2.1) e così l'inflazione con il consueto sfasamento temporale di tre anni (cfr. figura 2.7). Le cause all'origine di questa evoluzione sono controverse. Pare che *a posteriori* Leutwiler abbia giudicato il passaggio a un obiettivo di tasso di cambio come un errore cruciale¹⁵⁶. Secondo Schiltknecht, l'espansione della massa monetaria non venne ridotta nella misura auspicata dalla Divisione della ricerca. «La Direzione generale ci ha dichiarato che saremmo fuori dalla realtà se ritenessimo che con un tasso di cambio a 82 o 83 rispetto al marco vi sia un qualche rischio di inflazione»¹⁵⁷.

152 BNS, verbale della Direzione generale (1978), 13 febbraio, n. 142 e 21 settembre, n. 630.

153 BNS, verbale della Direzione generale (1978), 21 settembre, n. 626.

154 BNS, *Verbesserung der Wechselkurslage* (1978).

155 BNS, *retrospettiva Schiltknecht* (1985), p. 14.

156 Cfr. Schiltknecht (1994), p. 65.

157 BNS, *intervista a Schiltknecht* (2004).

Kugler e Rich concordano con l'opinione di Schiltknecht: «The BNS should have abandoned the temporary exchange rate target in the third quarter of 1979. To preserve price stability, the BNS should have lowered M_1 substantially over the subsequent six quarters before returning to normal M_1 growth in the range of 3 to 5 percent in the middle of 1981». Essi sottolineano che «both factors mentioned above – tardy elimination of the monetary overhang and a flawed approach to monetary targeting – accounted for the rise of inflation in 1981»¹⁵⁸. Nel formulare tale valutazione essi si chiedono anzitutto se sarebbe stato possibile conseguire un risultato migliore, qualora la BNS avesse perseguito già a quell'epoca una politica monetaria basata su un obiettivo di inflazione e sulla manovra del tasso di interesse; e concludono che ciò sarebbe stato possibile se dal 1979 in poi la BNS avesse fatto ricorso a una previsione di inflazione abbinata a un obiettivo di crescita dei prezzi del 3% anziché su un obiettivo monetario¹⁵⁹.

La Divisione della ricerca reagì al fallimento della politica della quantità di moneta proponendo per il 1979 una combinazione tra politica del tasso di cambio e politica della massa monetaria (tabella 2.1). Essa suggerì peraltro di tollerare un'ulteriore espansione *una tantum* del 7% di M_1 , dato che la domanda di moneta era sistematicamente aumentata. La causa di ciò andava ricercata nel passaggio a un sistema di cambi flessibili e nella discesa dei tassi di interesse riconducibile alle minori aspettative di inflazione¹⁶⁰. Con la politica proposta, negli anni successivi l'inflazione sarebbe probabilmente ridiscesa. Tuttavia, la Direzione generale non accettò la proposta che considerava troppo complicata e rinunciò a un obiettivo di crescita monetaria per il 1979.

La Divisione economica raccomandò per il 1980 l'adozione di M_0 anziché di M_1 come grandezza di riferimento in quanto «le aspettative di cambio possono influenzare la massa monetaria direttamente, ossia anche senza una crescita della base monetaria». Dato che la situazione sul mercato dei cambi si era stabilizzata «un ulteriore orientamento unilaterale della politica monetaria sul tasso di cambio non appare più giustificato»¹⁶¹. Con la fissazione di un obiettivo del 4% fu però impiegato un espediente discutibile, assumendo come base di calcolo la quantità di moneta della banca centrale nelle due settimane intermedie di novembre, perché diversamente il livello medio della base monetaria per il 1980 sarebbe stato inferiore a quello del 1979. La

158 Cfr. Kugler e Rich (2002), p. 266.

159 *Ibidem*.

160 BNS, Geldmengenpolitik 1979 (1978). Uno studio econometrico confermò che il passaggio ai cambi flessibili aveva modificato la domanda di moneta: Kohli (1985).

161 BNS, Geldpolitik für 1980 (1979).

Direzione generale diede il proprio assenso e aderì nel complesso anche alle proposte della Divisione della ricerca per i tre anni successivi, tornando a impiegare come base di riferimento le medie annue (tabella 2.1). In realtà, la proposta per il 1981 non fu applicata nella pratica (cfr. figura 2.6). «Con l'ausilio di una politica restrittiva alcuni [membri della Direzione generale] volevano riportare sotto controllo l'inflazione. Il prezzo di questa politica fu la recessione degli anni 1982/83. Se non altro, l'inflazione tornò sotto controllo. Come era prevedibile, l'indirizzo monetario troppo restrittivo causò problemi sul fronte dei cambi [...]»¹⁶². Ciò condusse all'elaborazione di una strategia che corrispondeva alla proposta della Divisione della ricerca per il 1979. «La strategia di cambio non venne tuttavia attuata dato che il mercato valutario ne era venuto a conoscenza e non fece salire ulteriormente il corso del franco»¹⁶³. Negli anni ottanta la BNS continuò a impiegare la base monetaria come obiettivo intermedio. Basandosi su una ricerca econometrica, Nicolas Cuche perviene alla seguente conclusione: «Our results state that the period before 1980 [1978/79] was conducted following an exchange rate targeting strategy. During the eighties, bank reserves targeting was the leading strategy. We call this the golden age of monetary targeting»¹⁶⁴.

2.4.3 *L'estensione delle misure amministrative contro gli afflussi di fondi dall'estero*

La rivalutazione del franco del 9 maggio 1971 non era bastata a eliminare l'eccesso di offerta di divise. La BNS, insieme al Consiglio federale, continuò quindi ad applicare le misure di difesa contro gli afflussi valutari e la limitazione del credito. Le cose non cambiarono con il definitivo passaggio della Svizzera, il 23 gennaio 1973, a un sistema di tassi di cambio flessibili. In tal modo, si sarebbe potuta ristabilire una situazione di equilibrio sui mercati dei cambi, ma la valutazione del franco sarebbe risultata così elevata, come si è potuto poi constatare, che per rimanere competitiva l'industria di esportazione, a giudizio della BNS e delle autorità federali, avrebbe dovuto ridurre i prezzi a un livello insostenibilmente basso. Per evitare un simile esito, fu fatto ulteriore affidamento sulle misure, in gran parte inefficaci, di difesa contro gli afflussi di divise. L'8 ottobre 1971 fu quindi varato il «decreto federale per la protezione della moneta», che avrebbe dovuto chiamarsi piuttosto «decreto federale per la salvaguardia dell'industria di esportazione e dell'occupazione».

¹⁶² BNS, retrospettiva Schiltknecht (1985), p. 16.

¹⁶³ *Ibidem*.

¹⁶⁴ Cfr. Cuche (2000), p. 109.

In effetti, non sussisteva alcun pericolo per la moneta, il cui valore esterno continuava anzi ad aumentare. Seguirono in rapida successione altri decreti del Consiglio federale, spesso preceduti da corrispondenti *gentlemen's agreements* conclusi dalla BNS soprattutto con le banche. Essi andavano dal divieto di investire capitali esteri in titoli e immobili svizzeri al divieto di remunerazione sui depositi esteri a breve in franchi, cui veniva inoltre applicato un tasso di interesse negativo chiamato eufemisticamente «provvigione», fino all'obbligo di riserva minima sui fondi esteri presso le banche. Poiché l'attività di credito sull'interno continuava a essere soggetta a contingenti, si rendeva necessario introdurre un obbligo di autorizzazione da parte della BNS anche per la raccolta di capitali all'estero da parte di residenti svizzeri. Di conseguenza, aumentarono sensibilmente gli oneri burocratici per le autorità, le imprese e i privati. Ad esempio, negli anni 1973/74 la BNS dovette evadere 716 pratiche di autorizzazione per l'indebitamento all'estero, di cui 638 furono accolte (tabella A 2.4). Quasi ad ogni seduta, la Direzione generale era praticamente costretta a occuparsi di simili richieste. Per evitare un aumento della massa monetaria, su 133 richieste di utilizzo di tali crediti in Svizzera la BNS ne autorizzò solo 70. Si trattava di importi rilevanti: nel 1973/74, ad esempio, le richieste si aggiravano intorno a 503 milioni di franchi (tabella A 2.5). Per quanto è dato sapere, non furono prese decisioni arbitrarie, come era avvenuto negli anni quaranta, anche se in molti casi esse erano motivate da considerazioni che esulavano dalla politica monetaria. Ad esempio, le richieste della centrale nucleare di Kaiseraugst di un prefinanziamento dei suoi progetti per la costruzione dell'impianto di Leibstadt furono approvate in considerazione della loro importanza per l'approvvigionamento energetico del Paese. Alla Gulf Oil Switzerland fu concessa una proroga dei termini di pagamento nei confronti di fornitori esteri tenuto conto dello stato di necessità dell'azienda e nel presumibile interesse della Svizzera alle forniture di benzina. Così, fu pure accolta in via eccezionale la richiesta della filiale della Telesystems Holding di un riesame del finanziamento per la costruzione di un'antenna collettiva per la televisione via cavo in Svizzera, in modo da evitare il blocco dei lavori¹⁶⁵.

Un esame dettagliato dei singoli provvedimenti adottati nel quadro della politica di controllo sugli afflussi valutari esula dai compiti della presente analisi¹⁶⁶. È tuttavia opportuno notare che la Direzione generale, secondo

165 BNS, verbale della Direzione generale (1974), 30 maggio, n. 476, 18 luglio, n. 660, 25 luglio, n. 675 nonché (1973), 22 marzo, n. 196, 5 aprile, n. 243 e 23 agosto, n. 563.

166 Cfr. BNS (1982), pp. 137–147 e 237 segg., dove tali provvedimenti vengono già considerati in modo critico.

quanto dichiarato da Schiltknecht, si astenne deliberatamente dal chiedere il parere della Divisione della ricerca, ben sapendo che questa non aveva alcuna fiducia nell'efficacia di simili provvedimenti. Schiltknecht sottolinea peraltro che la Direzione generale aveva adottato in seguito tali misure anche per motivi tattici, in modo da schermare la politica monetaria dall'influsso della politica¹⁶⁷. Indicativo è anche il fatto che nel 1973, di fronte all'ascesa del franco, essa abbia incaricato il direttore Lademann di elaborare in via strettamente confidenziale degli scenari per l'introduzione di un sistema di controlli valutari in Svizzera il cui obiettivo era la «difesa contro afflussi indesiderati di fondi dall'estero, ossia controlli negativi sulle transazioni valutarie, [...] concepita come *ultima ratio*, qualora tutte le altre meno drastiche misure di difesa [...] si rivelino insufficienti e sia in gioco la sopravvivenza dell'industria di esportazione svizzera (compreso il turismo)»¹⁶⁸. Fu riconsiderata anche una scissione del mercato dei cambi, già prospettata nell'agosto 1971. Nel suo rapporto, Lademann mise in rilievo le molteplici difficoltà che rispetto al passato si presentavano dopo il passaggio di tutte le principali valute alla convertibilità e ai tassi di cambio fluttuanti: «Le eccedenze di valuta dovranno essere assunte dalla banca centrale a un tasso di cambio fisso? Questo tasso dovrà essere fissato rispetto al dollaro USA? Ciò significherebbe che il franco svizzero [...] condividerebbe le oscillazioni del dollaro nei confronti delle altre valute»¹⁶⁹.

Presumibilmente a causa di questi problemi, la Direzione generale rinunciò a introdurre controlli valutari «negativi», che avrebbero assoggettato all'obbligo di autorizzazione ufficiale tutti gli acquisti di franchi, optando invece per un ulteriore potenziamento dell'apparato di difesa con l'ausilio di convenzioni e ordinanze della Confederazione. Quando la situazione dei cambi lo consentiva, questi provvedimenti venivano temporaneamente allentati.

Il sistema di difesa contro gli afflussi valutari raggiunse la sua massima intensità nel 1978 in presenza di una crescente sopravvalutazione del franco (cfr. figura 2.8), prima che la Direzione generale decidesse il passaggio da un obiettivo di crescita monetaria a un obiettivo di cambio. Nel febbraio e marzo 1978 il saggio di sconto e quello sulle anticipazioni furono abbassati ai loro minimi storici. La provvigione (tasso di interesse negativo), salita nel frattempo al 10% per trimestre, venne estesa a tutti i depositi esteri superiori a 5 milioni di franchi detenuti presso le banche, indipendentemente dal giorno della loro

167 BNS, intervista a Schiltknecht (2004).

168 BNS, *Devisenbewirtschaftung* (1974), pp. 6 seg.

169 *Ibidem*.

costituzione, e vi furono inclusi anche i depositi delle banche centrali estere. Il volume dei contratti a termine di non residenti, denominati in franchi e con scadenza fino a 10 giorni, non poteva superare il 10% del livello raggiunto il 31 ottobre 1974 e quelli con scadenza di 11 e più giorni il 40% di quel livello. Venne inoltre vietato l'acquisto di titoli svizzeri da parte di non residenti e fu parimenti vietata l'importazione di banconote estere per un importo superiore a 20 000 franchi nell'arco di tre mesi, per evitare un'elusione del tasso negativo. Le posizioni passive in valuta estera delle banche dovevano essere pareggiate da corrispondenti posizioni attive. La Direzione generale considerò persino la possibilità di introdurre un'imposta sulle transazioni in cambi (cosiddetta imposta Tobin)¹⁷⁰. Tutti questi provvedimenti traevano impulso soprattutto dalla BNS che curava anche la formulazione delle relative ordinanze del Consiglio federale¹⁷¹. Anche da questi sviluppi si può constatare la fondatezza della citata analisi di Ludwig von Mises, secondo cui gli interventi statali sui mercati richiamano necessariamente sempre nuovi interventi.

Sebbene queste misure non siano riuscite a impedire la sopravvalutazione del franco, esse furono mantenute e anche inasprite, fino all'adozione di un obiettivo di cambio fissato a un livello di almeno 80 centesimi per marco. Invero, contemporaneamente a questa decisione fu ancora tentata una convenzione con le grandi imprese industriali che le impegnava a investire all'estero la metà dei loro mezzi liquidi¹⁷². Solo dopo il successo della politica di cambio la Direzione generale sembrò convincersi dell'inefficacia del sistema di difesa contro gli afflussi valutari, e a partire dal 1979 i relativi meccanismi vennero progressivamente smantellati.

Oltre al sistema di controlli valutari, il Consiglio federale e la Direzione generale fecero ricorso a misure discrezionali a sostegno di settori economici svantaggiati. Nel quadro della disciplina di contingentamento del credito, il 12 marzo 1973 il Consiglio federale riconobbe a favore dell'edilizia residenziale sovvenzionata un quota di compensazione di 200 milioni di franchi. L'8 gennaio 1973 furono esclusi dalle restrizioni creditizie i prestiti destinati alla costruzione di abitazioni «non lussuose» e di infrastrutture. Nel 1975 la Direzione generale giunse alla conclusione, insolita per una banca centrale, che la parità di trattamento per i diversi settori economici non era più appropriata a causa della loro differente situazione. «In tali circostanze sembra opportuno spostare l'accento dalle misure globali verso provvedimenti mirati [...]. A

170 BNS, verbale della Direzione generale (1975), 25 giugno, n. 721, nonché (1978), 23 febbraio, n. 141 e n. 142, 2 marzo, n. 164.

171 BNS, verbale della Direzione generale (1978), 23 febbraio, n. 142.

172 BNS, verbale della Direzione generale (1978), 29 settembre, n. 636.

questo riguardo, è da ritenere che l'iniziativa debba partire dalla BNS»¹⁷³. Pertanto, la Direzione generale non solo si impegnò a riscontare cambiali di queste industrie, ma concluse anche accordi con associazioni di categoria che consentirono alle imprese aderenti di concludere operazioni in dollari e in marchi a termine a condizioni agevolate. In seguito a queste operazioni il mancato profitto per la BNS, ovvero le sovvenzioni derivanti da questi provvedimenti, ammontarono a 356 000 franchi fino al 23 settembre 1975. Analoghe convenzioni furono stipulate in seguito anche con altre industrie¹⁷⁴. Nel marzo 1978, su richiesta dell'associazione professionale dei commercianti di legname, fu concessa a questa categoria una sovvenzione per operazioni a termine fino a 100 milioni di franchi. Infine, nel settembre 1978 fu decisa un'estensione dei contratti a termine agevolati all'intero settore industriale e alberghiero, nonché l'integrazione delle operazioni a termine mediante contratti in opzioni stipulati con la BNS¹⁷⁵. Con l'adozione di un obiettivo di cambio, il 29 settembre 1978, tutte queste misure divennero superflue.

2.4.4 *La partecipazione della Svizzera a misure monetarie internazionali*

Anche dopo il fallimento del sistema di Bretton Woods la cooperazione internazionale tra le autorità monetarie continuò a svolgere un ruolo rilevante. Dal punto di vista della Svizzera, il suo interesse al mantenimento del sistema e alla prevenzione di un'eccessiva crescita della massa monetaria mediante deflussi di capitali aveva ceduto il passo alla preoccupazione per l'andamento del cambio e alla volontà di partecipare ad azioni per scongiurare l'insorgere di crisi valutarie e finanziarie internazionali. Poiché in occasione di simili crisi la Svizzera diventava la meta preferita dei capitali in fuga, era da prevedere che in un regime di cambi flessibili tali situazioni avrebbero rafforzato la tendenza all'apprezzamento del franco.

Nell'ambito della cooperazione monetaria degli anni settanta svolsero dapprima un ruolo preminente le azioni di sostegno della lira e della sterlina. La debolezza di quest'ultima moneta era anche una conseguenza, come già detto, della sua progressiva perdita di importanza quale strumento di riserva. L'azione di sostegno internazionale doveva servire ad assicurare l'ordinato svolgimento di quel processo¹⁷⁶.

173 BNS, verbale della Direzione generale (1975), 6 marzo, n. 284.

174 BNS, verbale della Direzione generale (1975), 6 marzo, n. 284, 1° maggio, n. 489, 25 giugno, n. 721 e 24 luglio, n. 830; (1976), 26 febbraio, n. 197, 4 marzo, n. 226, 25 marzo, n. 312, 20 ottobre, n. 923 e 1° dicembre, n. 1055.

175 BNS, verbale della Direzione generale (1978), 29 settembre, n. 636.

176 BNS, verbale della Direzione generale (1976), 30 dicembre, n. 1145.

Tabella 2.2

Partecipazione della BNS a promesse di crediti internazionali, al 30 aprile 1981

| | Linee di credito non utilizzate | Crediti in essere | Totale |
|-------------------------------------|------------------------------------|--------------------------|----------------------------|
| Fed New York, Swap | 4000 mio. dollari | – | 4000 mio. dollari |
| BRI, Swap | 600 mio. dollari | – | 600 mio. dollari |
| Bank of Japan, Swap | 200 mia. yen | – | 200 mia. yen |
| AGP | 865 mio. franchi | – | 865 mio. franchi |
| Facilitazione petrolifera dell’FMI | – | 104,4 mio. DSP | 104,4 mio. DSP |
| Facilitazione Witteveen dell’FMI | 473,6 mio. DSP | 176,4 mio. DSP | 650 mio. DSP |
| Portogallo | – | 30 mio. dollari | 30 mio. dollari |
| Turchia | – | 45,5 mio. dollari | 45,5 mio. dollari |
| Banche centrali dell’Est europeo | – | 270 mio. dollari | 270 mio. dollari |
| Totale¹ | 13 183 mio. franchi | 1377 mio. franchi | 14 726 mio. franchi |

1 1 DSP = 2.42 franchi, 1 dollaro = 2.02 franchi, 100 yen = 0.94 franchi

Fonte: BNS, Mitwirkung (1981).

Si aggiunsero poi gli aiuti ai paesi che, in seguito al drastico rincaro subito in due riprese dal petrolio, accusavano un grave deterioramento della loro bilancia dei pagamenti. Tutti questi interventi mostrano come l’assistenza monetaria internazionale dell’FMI, della BRI e del Gruppo dei Dieci si sia spostata dai paesi sviluppati alle economie in via di sviluppo. Questa dislocazione degli aiuti ha caratterizzato i successivi decenni ed è culminata una prima volta negli interventi per fronteggiare le crisi finanziarie del 1982/83, innescate dal debito accumulato dai paesi in via sviluppo ed emergenti tra cui, in particolare, il Messico.

La Banca nazionale ha partecipato intensamente a quasi tutte queste operazioni, e la Confederazione ha per lo più garantito i crediti a lungo termine contro i rischi di insolvenza. Dalla tabella 2.2 si rileva l’ingente ammontare dei crediti concessi dalla BNS: al 30 aprile 1981 il totale delle linee di credito non utilizzate e dei crediti in essere ammontava a circa 14,7 miliardi di franchi.

In considerazione di questi sviluppi, era stato più volte sollevato il quesito se l’ingente impegno della BNS fosse giustificato. Ciò avvenne ad esempio nel 1977, quando si trattò di decidere la partecipazione della Svizzera a una nuova facilitazione creditizia dell’FMI, destinata a paesi che versavano in serie difficoltà di bilancia dei pagamenti a causa del massiccio aumento dei prezzi del

petrolio provocato dalle decisioni dell'OPEC. Nel corso dei negoziati per la nuova facilitazione furono esercitate forti pressioni sulla Svizzera affinché fornisse un contributo di 650 milioni di DSP (1 DSP corrispondeva allora a 1,1 dollari). Leutwiler riferì ai suoi colleghi della Direzione generale che questo importo era troppo elevato, ma che su pressante richiesta del segretario al Tesoro statunitense, Michael Blumenthal, aveva infine acconsentito all'operazione che rafforzava pur sempre il prestigio della Svizzera. La richiesta di Leutwiler fu prontamente accolta dalla Direzione generale¹⁷⁷.

Destò invece una certa inquietudine nella Direzione generale la visita del capo del Servizio monetario, economico, tesoreria del Dipartimento federale delle finanze, Daniel Kaeser. Nel dichiararsi preoccupato per il crescente ruolo della BNS nella cooperazione monetaria internazionale, egli si informava se la BNS non superasse in tal modo i suoi limiti statutari, tenuto conto che i crediti ammontavano ormai a 3 miliardi di franchi. Si sarebbe reso necessario un decreto federale oppure una rielaborazione del progetto di revisione della legge sulla Banca nazionale. Leutwiler si mostrò sorpreso di fronte a questo intervento, dato che fino ad allora il capo del DFF non si era mai espresso in toni critici. E il consulente legale della BNS aveva sostenuto il parere che la condotta fin qui seguita era corretta dal punto di vista giuridico, ma che si erano ormai raggiunti i limiti consentiti¹⁷⁸.

Un ulteriore problema era causato dalle crescenti perdite sulle riserve valutarie, denominate quasi esclusivamente in dollari, moneta che continuava a deprezzarsi. Su una consistenza di riserve in dollari della BNS pari a 4,3 miliardi di franchi al 16 giugno 1977, 3,6 miliardi non erano coperti da garanzia di cambio¹⁷⁹. Ma anche una simile garanzia non avrebbe fornito una copertura totale contro le perdite di cambio. Già agli inizi del 1975 Fritz Leutwiler, a seguito di trattative condotte con Charles Coombs della Federal Reserve Bank di New York, si era dichiarato pronto a concludere un accordo supplementare a integrazione di quello del 1962. Esso prevedeva che i guadagni e le perdite di cambio, derivanti agli Americani dalle acquisizioni di franchi per le operazioni di *swap*, sarebbero stati ripartiti in rapporto di 50 a 50 tra la BNS e la Federal Reserve Bank di New York¹⁸⁰. Questa norma fu estesa ai *Roosa bonds* denominati in franchi. Siccome a quell'epoca le perdite di cambio riguardavano unilateralmente il dollaro, la garanzia di cambio della moneta americana era assicurata solo per metà.

177 BNS, verbale della Direzione generale (1977), 11 agosto, n. 579.

178 *Ibidem*.

179 BNS, verbale della Direzione generale (1977), 16 giugno, n. 440.

180 BNS, verbale della Direzione generale (1975), 3 gennaio, n. 7.

2.5 Conclusione

La politica condotta dalla BNS negli anni dal 1945 al 1982 può essere sintetizzata in alcune grandi linee. Fino al crollo del sistema di Bretton Woods l'obiettivo primario della BNS era il mantenimento del sistema di tassi di cambio fissi basato sul tallone aureo. Nello stesso tempo, essa perseguiva un tasso di inflazione possibilmente modesto e la salvaguardia della competitività dell'industria di esportazione svizzera. Questa linea politica sfociava necessariamente in una situazione conflittuale: il livello troppo basso al quale si situava il corso del franco in virtù della parità aurea era all'origine delle eccedenze di bilancia dei pagamenti, susseguitesi fino al passaggio ai cambi flessibili nel 1973, mettendo così a repentaglio l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Per risolvere questo conflitto, la BNS e la Confederazione fecero inizialmente ricorso a un doppio mercato dei cambi per il dollaro, a un ampio dispositivo di difesa contro gli afflussi di fondi dall'estero e a contingenti di esportazione. Dopo la svalutazione della sterlina e di altre valute nel 1949, il doppio mercato del dollaro fu abolito, e l'ingresso della Svizzera nell'UEP le consentì di uscire dall'isolamento e dal bilateralismo del dopoguerra. Alla fine del 1958 si pervenne quindi a un regime multilaterale basato sulla libera convertibilità delle principali monete per i non residenti nell'ambito del sistema di Bretton Woods.

Sebbene fino al 1992 la Svizzera non fosse membro dell'FMI, la BNS e la Confederazione, sollecitate da proposte della BRI e dalle idee creative di Max Iklé, parteciparono a operazioni creditizie internazionali ispirate ai principi di mercato. Ciò permise di ridurre l'entità delle conversioni di dollari in oro presso il Tesoro statunitense, nonché la crescita della massa monetaria in Svizzera. Nello stesso tempo, le operazioni creditizie contribuirono al mantenimento del sistema di Bretton Woods e resero altresì possibile la cooperazione della BNS con il Gruppo dei Dieci. Si era creata in tal modo una valida alternativa all'esistente regime di controlli valutari, che sarebbe stato pagata in seguito con perdite sulle riserve in dollari non convertite in oro. Il rischio di cambio sulle disponibilità di dollari era a conoscenza anche della Direzione generale, come risulta da una dichiarazione del presidente Leutwiler¹⁸¹. Un altro passo in linea con i principi di mercato era stato compiuto con la rivalutazione del franco nel maggio 1971 che peraltro, come è consueto in tali circostanze, risultò troppo esigua e tardiva.

Per fronteggiare il continuo apprezzamento del franco, il regime di controlli valutari fu mantenuto a lungo anche dopo il passaggio ai tassi di cambio

181 BNS, verbale della Direzione generale (1973), 6 dicembre, n. 872.

flessibili. Parallelamente venne elaborato, a partire dal 1974, un nuovo concetto per la gestione della massa monetaria. Poiché l'adesione della Svizzera al Serpente monetario europeo, creato nel 1975, risultò impossibile, la nuova strategia costituì il fulcro della politica monetaria elvetica. Apparve ben presto evidente però il conflitto – tipico per un paese di piccole dimensioni orientato alla stabilità dei prezzi – tra una politica della quantità di moneta orientata al contenimento dell'inflazione e il tentativo di evitare una sopravvalutazione del franco. Dopo che i controlli valutari si erano rivelati inefficaci, la situazione indusse nel 1978 la BNS ad adottare, temporaneamente ma con successo, un obiettivo incentrato sul tasso di cambio in sostituzione dell'obiettivo di crescita monetaria. In seguito, il sistema di difesa contro gli afflussi di divise venne rapidamente smantellato. Il conflitto di obiettivi permane tuttora, ma la nuova strategia monetaria basata su una previsione di inflazione e sulla manovra dei tassi di interesse, nonché l'introduzione dell'euro, lo hanno reso meno evidente (cfr. figura 2.8).

Durante tutto il periodo considerato, la BNS ha gelosamente custodito la propria indipendenza. È pur vero che all'epoca dei tassi di cambio fissi tale autonomia rivestiva un ruolo secondario, dato che l'inflazione era sostanzialmente determinata dalla politica del paese a moneta di riserva, ossia dagli Stati Uniti. Tuttavia, con il passaggio ai cambi flessibili, essa crebbe di importanza, dal momento che la BNS assumeva il pieno controllo sulla politica monetaria. Confermano da allora questa fattiva indipendenza non solo i documenti storici e la moderata dinamica dei prezzi rispetto ai livelli internazionali (cfr. figura 2.1), ma anche le ricerche econometriche nell'ottica della «nuova economia politica»¹⁸². Vista in questo modo, ossia alla luce dei più contenuti tassi di inflazione in Svizzera rispetto a quelli di altri paesi, la politica della BNS, malgrado tutte le carenze menzionate, può essere definita come una storia coronata da successo.

182 Cfr. Jeitziner (1999).

2.6 Tabelle

Tabella A 2.1
Numero delle domande di conversione al tasso di cambio ufficiale e finanziario del dollaro nel 1946/47

| | Respinte | Parzial- mente accolte | Accolte | Totale |
|---|-----------|------------------------------|-----------|------------|
| Richieste per la vendita di dollari risultanti da trasferimenti di capitale | | | | |
| Banche | 10 | 5 | 6 | 21 |
| Confederazione, Cantoni e Comuni | 3 | – | 4 | 7 |
| Imprese industriali | 3 | 3 | 4 | 10 |
| Industrie estere | 2 | 2 | 2 | 6 |
| Turismo | 5 | – | 2 | 7 |
| Privati svizzeri | 9 | 5 | 8 | 22 |
| Privati esteri | 4 | 1 | 3 | 8 |
| Organizzazioni internazionali | – | 2 | 7 | 9 |
| Enti pubblici degli Stati Uniti | 5 | 1 | 5 | 11 |
| Altri | 22 | 17 | 26 | 65 |
| Totale parziale | 63 | 36 | 67 | 166 |
| Richieste per la vendita di dollari risultanti da ulteriori vendite di merci | | | | |
| Totale parziale | 28 | 11 | 12 | 51 |
| Richieste per l'acquisto di dollari sul mercato finanziario dei cambi | | | | |
| Imprese industriali | 3 | 1 | – | 4 |
| Altri | 2 | 2 | – | 4 |
| Totale parziale | 5 | 3 | – | 8 |
| Totale generale | 96 | 50 | 79 | 225 |

Fonte: BNS, verbale della Direzione generale (1946, 1947).

Tabella A 2.2

Valore delle domande di conversione accolte nel 1946/47

| | Importo (in migliaia di dollari) | Numero delle domande |
|---|---|----------------------------|
| Dollari offerti in vendita ¹ | 35 889 | 138 |
| Dollari accettati dalla BNS ¹ | 19 149 | 91 |
| Guadagni per i richiedenti risultanti dall'accettazione delle domande ¹ | Guadagni (in migliaia di franchi) | Numero delle domande |
| Su cessioni di dollari alla BNS ^{2,3,4} | 8 383 | 91 |
| di cui dollari risultanti da trasferimenti di capitali | 7 643 | 84 |
| Su acquisti autorizzati di dollari sul mercato finanziario dei cambi | 30 | 1 |
| Totale | 8 413 | 92 |

- 1 Sono state considerate solo le domande recanti un importo preciso per l'accettazione da parte della BNS. Ulteriori acquisti di dollari derivanti dal turismo e da alcuni contingenti di merci non sono state incluse nel calcolo.
- 2 Guadagni rispetto a una conversione del dollaro sul mercato finanziario dei cambi. Per la conversione di dollari da parte della BNS sono stati impiegati i seguenti tassi di cambio (franchi per dollaro): 1946: 4.28; 1947, 1° trimestre: 4.25, fino al 4° trimestre: 4.24. Per i tassi di cambio del dollaro finanziario sono disponibili per il 1946 solo i valori alla data di riferimento, per il 1947 i corsi medi mensili.
- 3 Con una conversione di dollari al corso applicato per le banconote risulterebbe un guadagno di circa 9,5 milioni di franchi.
- 4 Per gli importi di dollari acquistati in rate mensili, il corso medio nei restanti mesi terminanti a fine 1947 è stato applicato all'intero ammontare di dollari accettato in quel periodo.

Fonti: BNS, verbale della Direzione generale (1946, 1947), e Käch (1954).

Tabella A 2.3.1

Numero delle domande di importazione ed esportazione di oro nel 1948

| | Respinte | | Accolte e soggette a condizioni ¹ | | Accolte | | Nessuna decisione | | Totale | |
|-----------------------------|-----------------|---------------|--|-----------------|-----------------|-----------------|----------------------|-----------------|-------------------|--|
| | N. do- mande | Kg di fino | N. do- mande | Kg di fino | N. do- mande | Kg di fino | N. do- mande | N. do- mande | Kg di fino | |
| Impor- tazione di oro | 15 | 815– 816 | 107 | 3 667– 3 875 | 27 | 16 251 | – | 149 | 20 733– 20 942 | |
| Espor- tazione di oro | 18 | 218– 219 | 8 | 168 | 288 | 8 422– 8 513 | 5 | 319 | 8 808– 8 900 | |
| Totale | 33 | | 115 | | 315 | | 5 | 468 | | |

Per le note e le fonti cfr. tabella A 2.3.2.

Tabella A 2.3.2

Valore delle domande di esportazione per tipologia di oro nel 1948²

In migliaia di franchi

| | Respinte | | Accolte e soggette a condizioni ¹ | | Accolte | |
|---------------------|-----------------------------|--------------------------------|--|-------------------|----------------|-------------------|
| | Prezzo massimo ³ | Valore di mercato ⁴ | Prezzo massimo | Valore di mercato | Prezzo massimo | Valore di mercato |
| Monete ⁵ | 650–655 | 994–997 | 133 | 203 | 4758–5516 | 7164–8279 |
| Barre | 74 | 95 | 712 | 916 | 36764 | 47342 |
| Oro fino | 393 | 506 | – | – | 413 | 532 |
| Altro ⁶ | – | – | – | – | 89 | 115 |
| Totale | 1122 | 1598 | 844 | 1120 | 42783 | 56268 |

- 1 In parte, le domande potevano essere accolte a condizione che fosse specificato il paese di destinazione (per esempio, che l'oro venisse esportato in Spagna e non a Tangeri) e che esistesse l'autorizzazione all'importazione da parte del paese destinatario.
- 2 Nel complesso sono state presentate 468 domande di importazione ed esportazione (escluse le domande presentate più volte). Non è stata considerata nel calcolo una domanda la cui attribuzione non era possibile, trattandosi di una cessione di oro già importato; cfr. BNS, verbale della Direzione generale (1948), 8 gennaio, n. 3/5 (37,5 kg di oro in barre). Nella stima delle domande di esportazione non sono incluse due richieste autorizzate, in quanto un uguale ammontare di oro è stato importato e contemporaneamente esportato dallo stesso richiedente; cfr. BNS, verbale della Direzione generale (1948), 12 febbraio, n. 191 (domanda di importazione n. 17, domanda di esportazione n. 62: 7000 kg di oro fino destinato alla fusione) e BNS, verbale della Direzione generale (1948), 25 novembre, n. 1400 (domande n. 179 e n. 686: 413 monete di oro e 289 grandi lamine di oro). Non sono state altresì considerate diverse monete di oro, per le quali mancavano più precise indicazioni.
- 3 Cfr. Ordonnance du DFF sur le commerce de l'or (1943).
- 4 Come base di calcolo sono stati impiegati i dati sul corso dell'oro a Parigi del 31 dicembre 1948; cfr. Bewirtschaftung und Bewertung Gold (1949). Per le monete, di cui non sono disponibili indicazioni precise, è stato impiegato il valore medio di mercato di 7.12 franchi per grammo.
- 5 Per i dati relativi al dollaro, alla sterlina e ad altre monete non è stato sempre possibile stabilire con certezza se si trattasse del contenuto di oro del conio precedente la svalutazione del 1933 (assunto come base per la conversione in kg di oro fino) o di un quantitativo di oro (ipotesi: barre di oro) del valore di un determinato importo di dollari. Per questa seconda ipotesi viene assunto il valore di parità del dollaro dopo la svalutazione e quindi convertito in kg di oro fino. Questo valore viene anche impiegato per il calcolo del prezzo massimo e delle stime del valore di mercato.
- 6 Vi sono comprese monete in kg, oro laminato, oro per protesi dentarie, lamine di oro, ecc.

Fonte: BNS, verbale della Direzione generale (1948). Per la base di riferimento delle presenti stime, si rimanda all'archivio della BNS.

Tabella A 2.4

Numero delle domande di autorizzazione per la raccolta di fondi all'estero nel 1973/74

| | Per franchi svizzeri | Per valute estere | Totale |
|---|----------------------|-------------------|--------|
| Domande accolte | 129 | 509 | 638 |
| di cui con impiego dei fondi in Svizzera ¹ | 123 | 10 | 133 |
| Domande respinte | 69 | 9 | 78 |
| di cui con impiego dei fondi in Svizzera ¹ | 56 | 7 | 63 |
| Totale | 198 | 518 | 716 |
| di cui con impiego dei fondi in Svizzera ¹ | 179 | 17 | 196 |

1 Comprese le domande per le quali è indicato l'impiego dei fondi sia in Svizzera che all'estero.

Fonte: BNS, verbale della Direzione generale (1973, 1974).

Tabella A 2.5

Valore e numero delle domande di autorizzazione per la raccolta di fondi all'estero con impiego in Svizzera nel 1973/74¹

| | Per franchi svizzeri | | Per valute estere ² | |
|------------------|----------------------|--------|--------------------------------|--------|
| | in mio. di franchi | Numero | in mio. di franchi | Numero |
| Domande accolte | 399,57 | 78 | 1,56 | 5 |
| Domande respinte | 103,54 | 41 | 11,94 | 5 |
| Totale | 503,11 | 119 | 13,49 | 10 |

1 Sono state considerate solo le domande che contengono una precisa indicazione dell'ammontare di fondi destinati all'impiego in Svizzera e che rappresentano un'effettiva raccolta di nuovi fondi (ossia escluse le domande relative a proroghe di crediti in essere, a fondi raccolti per il rimborso di altri crediti, alla modifica o alla fissazione di termini di scadenza dei pagamenti e al finanziamento di polizze assicurative a premio unico). Le domande relative all'accettazione di pagamenti di acconti sono state incluse nelle stime.

2 L'ammontare in franchi è stato calcolato in base al corso medio del mese di esame della richiesta. Delle cinque domande accolte tre riguardano il marco tedesco e due il dollaro.

Fonte: BNS, verbale della Direzione generale (1973, 1974).

Fonti

Bank of England a Iklé (1961), Letter from R. Bridge to M. Iklé, 30 marzo, BEA C43/368.

Basler Kantonalbank (1923–1950), Devisenblätter, Economic Information Center UBS, Zurigo.

Bericht Bretton Woods (1944), B [Walter Bosshard], Bericht über die Finanz- und Währungs-Konferenz von Bretton Woods, N. H., 1–23 luglio 1944, rapporto confidenziale e non destinato alla pubblicazione, New York, 3 agosto. In Schweizerische Gesandtschaft in den USA an das EPD, Washington 7.8.1944, Archivio federale svizzero E2001 (D)-/e, vol. 499.

Bernholz a Leutwiler (1976), lettera di P. Bernholz a F. Leutwiler, 18 ottobre, archivio BNS.

Bewirtschaftung und Bewertung Gold (1949), Bewirtschaftung und steuerliche Bewertung von Goldmünzen und -barren, servizio economico dell'Amministrazione federale delle contribuzioni (a cura di), Steuer und Wirtschaft, Mitteilungen für Steuerbehörden, n. 15, 12 marzo, archivio BNS.

BNS a Coombs (1961), lettera di M. Iklé a C. Coombs, 18 febbraio (versione tedesca del 13 febbraio), archivio BNS.

BNS, Arbitrage (1952), Arbitrage im Rahmen der EZU, nota sull'arbitraggio nell'ambito dell'UEP, 17 dicembre, archivio BNS.

BNS a Rockefeller (1962), lettera di M. Iklé a D. Rockefeller, 3 agosto, archivio BNS.

BNS, Beitritt Bretton-Woods-Institutionen (1969), Zur Frage eines Beitritts der Schweiz zu den Instituten von Bretton Woods, parere di J. Lademann per la Direzione generale della BNS sull'adesione alle istituzioni di *Bretton Woods*, 21 aprile, archivio BNS.

BNS, *Bulletin mensuel* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.

BNS, *Bulletin mensuel de statistiques économiques* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.

BNS, corso del dollaro finanziario (vari anni), schedario, archivio BNS.

BNS, Devisenbewirtschaftung (1974), Überlegungen zur Einführung einer Devisenbewirtschaftung in der Schweiz, parere di J. Lademann per la Direzione generale della BNS sul controllo dei cambi, archivio BNS.

BNS, Frage der Paritätsänderung (1969), nota per il direttore generale F. Leutwiler su questioni inerenti alla parità, 20 novembre, archivio BNS.

BNS, Freigabe Wechselkurs (1973), parere del servizio giuridico sulla competenza della Banca nazionale in materia di liberalizzazione del tasso di cambio del dollaro, 14 febbraio, archivio BNS.

BNS, Geldmengenpolitik 1979 (1978), proposte del Servizio della ricerca sulla politica della massa monetaria per il 1979, 29 novembre, archivio BNS.

BNS, Geldpolitik für 1980 (1979), prime considerazioni sulla politica monetaria per il 1980, 13 novembre, archivio BNS.

BNS, intervista a Lademann (2005a), intervista dell'autore con John Lademann, già supplente del capo del 1° Dipartimento, 16 febbraio, archivio BNS.

BNS, intervista a Lademann (2005b), intervista dell'autore con John Lademann, già supplente del capo del 1° Dipartimento, 2 marzo, archivio BNS.

BNS, intervista a Schiltknecht (2004), intervista dell'autore con Kurt Schiltknecht, già supplente del capo del 1° Dipartimento, 17 settembre, archivio BNS.

- BNS, intervista a Schleiminger (2004), intervista dell'autore con Günther Schleiminger, già sostituto tedesco del direttore nell'UEP, 29 novembre, archivio BNS.
- BNS, intervista a Stahel (2005), intervista dell'autore con Hans Stahel, già responsabile delle operazioni sul mercato dei cambi e sul mercato monetario della BNS, 22 settembre, archivio BNS.
- BNS, *Mitwirkung* (1981), *Mitwirkung der Nationalbank an internationalen Währungs-massnahmen seit 1970*, nota sulla partecipazione della BNS a misure monetarie internazionali dopo il 1970, archivio BNS.
- BNS, nota (1954), nota sui colloqui del 9 luglio 1954 con il capo del Dipartimento federale delle finanze [senza data], archivio BNS.
- BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.
- BNS, ricordi di Iklé (senza data), Max Iklé, *Erinnerungen, Zweiter Teil: Aus dem Berufsleben*, manoscritto di M. Iklé sui suoi ricordi professionali, archivio BNS.
- BNS, retrospettiva Schiltknecht (1985), K. Schiltknecht, *Rückblick auf meine Tätigkeit bei der Nationalbank*, sguardo retrospettivo di K. Schiltknecht sulla sua attività presso la BNS, 7 febbraio, archivio BNS.
- BNS, *Überlegungen zur Kreditbegrenzung* (1974), *Einige Überlegungen zur Kreditbegrenzung im Jahre 1974/75*, nota per il presidente F. Leutwiler sulla limitazione dei crediti negli anni 1974/75, 7 maggio, archivio BNS.
- BNS, *Wechselkursentwicklung* (1978), nota sulla conferenza di P. Bernholz e P. Kugler su «Die Wechselkursentwicklung von DM und Schweizer Franken» tenutasi nell'ambito della *Montagskonferenz* del 24 febbraio del Servizio studi, archivio BNS.
- BNS, verbale del Comitato di banca (vari anni), archivio BNS.
- BNS, verbale del Consiglio di banca (vari anni), archivio BNS.
- BNS, verbale della Direzione generale (vari anni), archivio BNS.
- BNS, *Verbesserung der Wechselkurslage* (1978), proposta concernente la situazione valutaria, settembre, archivio BNS.
- BNS, *Vorschläge zur Geldmengenpolitik* (vari anni), proposte relative alla politica della massa monetaria, archivio BNS.
- BRI a Coombs (1963), lettera di F. G. Connolly a C. Coombs, 13 marzo, archivio BRI, File 7.18.23, Box/Folder GILB 9.
- BRI a Iklé (1968), lettera di H. H. Mandel a M. Iklé in occasione del suo congedo dalla BNS, 29 marzo, archivio BRI, File 2/14, Box/Folder vol. 7.
- BRI, *swap* dollari/oro (1955), *Possible \$/gold swap with Swiss National Bank*, nota di D. H. Macdonald a M. M. van Zeeland, 21 ottobre, archivio BRI, n. 2/14, Box 5.
- BRI, utilizzazione dei nostri depositi di oro (1955a), *Swiss National Bank, Employment of our gold deposits*, nota di D. H. Macdonald a M. M. van Zeeland, 24 ottobre, archivio BRI, n. 2/14, Box 5.
- BRI, utilizzazione dei nostri depositi di oro (1955b), *Swiss National Bank, Employment of our gold deposits*, nota di H. H. Mandel a M. M. van Zeeland, 25 ottobre, archivio BRI, n. 2/14, Box 5.
- BRI, utilizzazione dei nostri depositi di oro (1955c), *Swiss National Bank, Employment of our gold deposits, aide mémoire* di D. H. Macdonald a M. M. van Zeeland, 26 ottobre, archivio BRI, n. 2/14, Box 5.

Communiqué de presse sur la situation monétaire (1973), comunicato stampa del Consiglio federale e della Direzione generale della Banca nazionale sulla situazione monetaria, 19 febbraio, Archivio federale, ARF E 1110 (A) 1985/129, vol. 1, dossier 111 comunicati stampa della Cancelleria federale 1968–1975.

Lademann a Bernholz (2005), lettera di J. Lademann a P. Bernholz, 6 febbraio, archivio BNS.

Memorandum (1950) dell'Amministrazione federale delle finanze concernente l'adesione della Svizzera all'UEP, 26 luglio, archivio BNS.

Ordonnance du DFF sur le commerce de l'or (1943), ordinanza del Dipartimento federale delle finanze e delle dogane relativa alla sorveglianza del commercio di oro, come pure dell'importazione e dell'esportazione di oro, 15 aprile, RO 1943 326.

Bibliografia

- Bär, H. J. (2004), *Seid umschlungen, Millionen: Ein Leben zwischen Pearl Harbor und Ground Zero*, Zurigo, Orell Füssli.
- Bernholz, P. (1982), Flexible Exchange Rates in Historical Perspective, *Princeton Studies in International Finance*, 49, Princeton NJ, Princeton University.
- Bernholz, P. (2005), Die Bedeutung der Geschichte für die Wirtschaftswissenschaften und der ökonomischen Theorie für die Geschichtsforschung, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Eine Zeitschrift des Vereins für Socialpolitik* 6 (2), pp. 131–150.
- Bernholz, P., M. Gärtner e E. Heri (1985), Historical Experiences with Flexible Exchange Rates, *Journal of International Economics* 19, pp. 21–45.
- BNS (1957), *Banca nazionale svizzera 1907–1957*, [Zurigo, BNS].
- BNS (1982), *75 anni Banca nazionale svizzera. Gli anni dal 1957 al 1982*, Bellinzona, Edizioni Casagrande SA.
- Böhler, E. (1946), Tendenzen der schweizerischen Wirtschaft und Wirtschaftspolitik, *VSA Mitteilungsblatt der schweizerischen Angestelltenverbände*, 23 (10), pp. 101–106.
- Böhler, E. (1950), Preisniveau und Beschäftigungspolitik. In *Unione svizzera delle arti e mestieri* (a cura di), *Annuaire suisse des arts et métiers 1950*, pp. 36–44.
- Bosshardt, A. (1947), Die Kaufkraftparität des Franken und die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz. In Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts- und Marktforschung (a cura di), *Überbeschäftigung und Frankenparität*, San Gallo, Fehrliche Buchhandlung, pp. 109–147.
- Bosshardt, A. (1949), Der freie Finanzdollarmarkt – eine währungspolitische Notwendigkeit?, *Revue suisse d'économie et de statistique*, 85, pp. 1–11.
- Brunner, K. (1968), The Role of Money and of Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 50, (luglio), pp. 8–24.
- Coombs, C. A. (1976), *The arena of international finance*, New York, Wiley.
- Cuche, N. A. (2000), *Monetary Policy Rules and Indicators: Empirical Evidence from Switzerland*, Centro studi di Gerzensee Dissertation series, 4, Berna, Centro studi di Gerzensee.
- Dornbusch, R. (1976), Expectations and Exchange Rate Dynamics, *Journal of Political Economy* 84 (6), pp. 1161–1176.
- Durrer, M. (1984), *Die schweizerisch-amerikanischen Finanzbeziehungen im Zweiten Weltkrieg, Von der Blockierung der schweizerischen Guthaben in den USA über die «Safehaven»-Politik zum Washingtoner Abkommen (1941–1946)*, Berna [ecc.], Haupt.

- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago [ecc.], University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1959), *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press.
- Friedman, M. (1968), The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1–17.
- Galli, A. (1994), Schweizerische Geldpolitik Ende der 70er Jahre. In F. von Albertini (a cura di), *Schweizerische Geldpolitik im Dilemma. Geldmenge oder Wechselkurs?*, Coira [ecc.], Rüegger, pp. 21–30.
- Halbeisen, Patrick (2007), Cool Lover? Switzerland and the Road to European Monetary Union. In P. Clement e J. C. Martinez Oliva (a cura di), *European Central Banks and Monetary Cooperation after 1945*, Francoforte sul Meno, European Association for Banking and Financial History, pp. 99–117.
- FMI (vari anni), International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, Washington DC, FMI.
- Ingold, Evelyn (2003), Ungleichgewichte im Bretton-Woods-System. In H.-J. Gilomen, M. Müller e B. Veyrassat (a cura di), *Globalisierung – Chancen und Risiken*, Zurigo, Chronos, pp. 297–316.
- Jeitziner, B. (1999), *Political Economy of the Swiss National Bank*, Heidelberg, Physica.
- Jöhr, W. A. (1947), Soll der Schweizerfranken aufgewertet werden?, In Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts- und Marktforschung (a cura di), *Überbeschäftigung und Frankenparität*, San Gallo, Fehrsche Buchhandlung, pp. 59–108.
- Käch, O. (1954), *Die Dollarpolitik der Schweizerischen Nationalbank in den Kriegs- und Nachkriegsjahren*, tesi di abilitazione, Berna, [s. n.].
- Kaplan, J. J. e G. Schleiminger (1989), *The European Payments Union: Financial Diplomacy in the 1950s*, Oxford, Clarendon.
- Kohli, U. (1985), La demande de monnaie en Suisse: aspects divers, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 3 (2), pp. 150–164.
- Kugler, P. e G. Rich (2002), Monetary Policy Under Low Interest Rates: The Experience of Switzerland in the Late 1970s. *Revue suisse d'économie et de statistique*, 138 (3), pp. 241–269.
- Lademann, J. (1967), Die Bemühungen um eine internationale Währungsreform, intervento all'assemblea generale della Studienstiftung für Wirtschaftspolitik a Zurigo, 8 febbraio, biblioteca BNS, Zurigo.
- Lademann, J. (1970), Aktuelle internationale Währungsprobleme aus schweizerischer Sicht, relazione del 16 febbraio [s. l.], biblioteca BNS, Zurigo.
- League of Nations [R. Nurkse] (1946), *The Course and Control of Inflation: A Review of Monetary Experience in Europe after World War I*, Ginevra, League of Nations.
- Lutz, F. A. (1954), The Case for Flexible Exchange Rates, *Banca del Lavoro Quarterly Review* 31 (7), pp. 175–186.
- Maddison, A. (2001), *The World Economy: A Millennial Perspective*, Parigi, Centre de développement de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).
- Magee, S. P., W. A. Brock e L. Young (1989), *Black Hole Tariffs and Endogenous Policy Theory*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Marbach, F. (1947), Goldpolitik als Mittel zur Verbilligung der Lebenshaltung, *Schweizerische Metallarbeiterzeitung* n. 48, 26 novembre, p. 1.

- Meltzer, A. H. (2005), *A history of the Federal Reserve* [secondo volume non ancora pubblicato, manoscritto del Capitolo 5].
- Mises, L. von (1929), *Kritik des Interventionismus: Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsideoogie der Gegenwart*, Jena, Fischer.
- Mitchell, B. R. (1976), *European Historical Statistics, 1750–1970*, New York, Columbia University Press.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Francoforte sul Meno, BCE.
- Salin, E. (1964), Devisen-Bann-Wirtschaft?, *Kyklos*, 17 (2), pp. 149–164.
- Schiltknecht, K. (1970), *Beurteilung der Gentlemen's Agreements und Konjunkturbeschlüsse der Jahre 1954–1966*, Zurigo, Polygraphischer Verlag.
- Schiltknecht, K. (1994), Geldmengenpolitik und Wechselkurs: der schweizerische Weg. In F. von Albertini (a cura di), *Schweizerische Geldpolitik im Dilemma: Geldmenge oder Wechselkurs?*, Coira [ecc.], Rüegger, pp. 57–67.
- Schwerdtel, G. (1992), *The Swiss Participation in the European Payments Union 1950–1958*, Berna [ecc.], Lang.
- Sieber, H. (1946), Aufwertung des Schweizerfranken?, *Neue Zürcher Zeitung*, anno 167, 30 ottobre, edizione del mattino n. 1955, [foglio 1].
- Sieber, H. (1948), *Die Dollarfrage*, Berna, Haupt.
- Solomon, R. (1977), *The International Monetary System, 1945–1976. An Insider's View*, New York, Harper and Row.
- Spahni, W. (1977), *Der Ausbruch der Schweiz aus der Isolation nach dem Zweiten Weltkrieg: Untersucht an Hand ihrer Aussenhandelspolitik 1944–1947*, Frauenfeld, Huber.
- Toniolo, G. (2005), *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973*, con l'assistenza di P. Clement, Cambridge [ecc.], Cambridge University Press.
- Wagner, V. (1949), Bemerkungen zur Dollarpolitik, *Revue suisse d'économie et de statistique*, 85 (1), pp. 33–45.

Parte 2
Il periodo 1982–2007

3 L'evoluzione dell'economia mondiale

EVELINE RUOSS E MATHIAS ZURLINDEN

3.1 Introduzione

Negli ultimi 25 anni della storia centenaria della Banca nazionale svizzera l'economia mondiale è stata caratterizzata soprattutto da due sviluppi: la crescente integrazione economica mondiale, definita anche globalizzazione, e il deciso calo dell'inflazione che in alcuni paesi aveva raggiunto valori alti. Entrambi questi sviluppi sono tanto più degni di nota in quanto all'inizio di quest'ultimo quarto di secolo difficilmente se ne poteva prevedere l'esito. In diversi paesi l'inflazione era profondamente radicata, la minaccia del protezionismo appariva in aumento, la politica così come l'economia erano ancora offuscate dalla guerra fredda.

La ridiscesa dell'inflazione a livelli che la maggior parte dei paesi non aveva più conosciuto dagli inizi degli anni sessanta era soprattutto il risultato di una più risoluta politica monetaria. Dal ripristino della stabilità dei prezzi ci si attendeva non solo l'eliminazione dei costi inflazionistici ma anche il ritorno a una crescita economica più solida e a un ciclo congiunturale più stabile. Queste speranze si sarebbero in buona parte realizzate. Alla pronunciata recessione dei primi anni ottanta seguì una ripresa della crescita e si ridussero sensibilmente le oscillazioni del ciclo. Nella misura in cui ha rafforzato la fiducia nella politica monetaria e stabilizzato le aspettative inflazionistiche a un basso livello, il successo della lotta all'inflazione contribuì in misura sostanziale a questa favorevole evoluzione.

Il processo di globalizzazione fu stimolato da due fattori. In primo luogo, il progresso tecnico, con la rapidissima diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) che ha toccato praticamente ogni aspetto dell'economia e della vita quotidiana. Ciò consentì di ridurre notevolmente i costi dei trasporti e delle comunicazioni, facilitando alle imprese l'accesso alla concorrenza globale e la dislocazione dei processi produttivi a livello mondiale. Oltre al progresso tecnico, la globalizzazione trasse impulso anche dagli sviluppi sul piano politico. La caduta del muro di Berlino nel 1989 segnava la fine della guerra fredda e l'inizio del reinserimento dell'ex blocco orientale nell'economia mondiale. Dopo decenni di isolamento e di economia pianificata i paesi dell'Europa centrale e orientale tornarono a improntare le loro politiche economiche ai principi di mercato e si aprirono alla concorrenza

esterna. Analogamente, molti paesi in via di sviluppo, che all'ombra della guerra fredda avevano tentato una via intermedia tra economia di mercato ed economia pianificata, intrapresero una profonda ristrutturazione delle loro economie. Meno radicale fu invece l'evoluzione nei paesi industriali occidentali, ma anche in questo caso furono attuate vaste riforme miranti a rimuovere i numerosi ostacoli alla libera circolazione di beni e capitali. Un evento di rilievo per il commercio mondiale fu la conclusione dell'Uruguay Round dell'Accordo generale sui dazi doganali e sul commercio (GATT) nel 1993. Oltre all'istituzione dell'Organizzazione mondiale per il commercio (OMC), esso consentì di abbassare ulteriormente i dazi sui prodotti industriali e di assoggettare alle regole del GATT importanti settori, come i servizi, gli investimenti e la proprietà intellettuale. Parallelamente, proliferarono gli accordi commerciali bilaterali in America, Asia ed Europa. I maggiori passi avanti nel processo di integrazione sono stati compiuti nell'ambito dell'Unione europea (UE), i cui membri sono progressivamente saliti a 25, e dove sono stati realizzati altri ambiziosi obiettivi con il programma per la creazione di un vero mercato interno (1985–1992) e l'introduzione dell'euro come moneta unica (1999).

L'integrazione dell'economia mondiale si è tradotta in una vigorosa espansione del commercio mondiale e dei flussi internazionali di capitali. L'interscambio è cresciuto a un ritmo doppio di quello della produzione, cosicché nell'ultimo quarto di secolo la quota delle esportazioni sul prodotto interno lordo (PIL) è salita in media da circa il 20% al 30%. In misura ancor maggiore sono aumentati i movimenti di capitali internazionali. Nonostante tutti questi sviluppi, le dimensioni raggiunte dalla globalizzazione non vanno sopravvalutate. Importanti mercati, come quello del lavoro, ma anche l'agricoltura e i servizi, sono ancora scarsamente integrati. E anche se si considerano i mercati dei capitali, l'integrazione internazionale è progredita meno di quanto spesso si ritenga, come mostra, tra l'altro, la diffusa preferenza delle economie domestiche per gli impieghi sull'interno. Inoltre, vi sono già state in precedenza fasi di forte integrazione economica. Gli aspetti nuovi che caratterizzano il recente processo di globalizzazione sono soprattutto l'elevato numero di paesi coinvolti e la ben più forte quota rispetto al passato delle importazioni all'interno della stessa branca o impresa, di riflesso alla crescente specializzazione. A prescindere da ciò, in alcune aree l'integrazione non è andata molto oltre il livello raggiunto nel periodo precedente la prima guerra mondiale. Per esempio, allora il rapporto tra flussi netti di capitali e prodotto mondiale era superiore a quello odierno, e maggiore era anche il grado di apertura dei mercati del lavoro. Dopo due conflitti mondiali e la crisi

economica nel periodo tra le due guerre, di questo sistema economico liberale era rimasto ben poco. Pertanto, l'evoluzione in Occidente dal 1945 e a livello mondiale dal 1989 si ricollega per molti aspetti a quella precedente il 1914.

La globalizzazione ha reso possibile una migliore divisione internazionale del lavoro e una più efficiente allocazione del risparmio mondiale verso progetti di investimento redditizi; in questo senso essa ha influito positivamente sulla crescita dell'economia mondiale. Come in ogni processo di trasformazione strutturale, tuttavia, non tutti ne beneficiano in ugual misura, e in molti casi i costi appaiono evidenti ben prima dei benefici. Si è quindi mobilitato un fronte di resistenza alla globalizzazione, in particolare nei paesi industriali di più vecchia formazione, che si sono visti esposti a una più serrata concorrenza in molti settori. Il movimento anti-globalizzazione formatosi alla fine degli anni novanta è salito alla ribalta della cronaca, talora in seguito ad azioni condotte da militanti. Ma ciò non è bastato ad arrestare la spinta alla globalizzazione. Determinante è stato probabilmente il ricordo ancora vivo in ampie cerchie della popolazione dell'esperienza maturata dai paesi che, dopo essere usciti dalla scena economica mondiale all'indomani della seconda grande guerra, avevano dovuto accettare un tenore di vita molto inferiore a quello dei paesi che avevano puntato sull'apertura e sull'integrazione.

3.2 Oscillazioni congiunturali

Nel periodo 1980–2005 le oscillazioni a breve termine dell'attività economica sono state caratterizzate da un'elevata sincronia tra i paesi, confermando una tendenza fondamentale dei precedenti cicli economici del 20° secolo. Nella maggior parte dei paesi industriali le fasi espansive furono interrotte per alcuni trimestri, all'inizio degli anni ottanta e novanta e poco dopo il volgere del secolo, da un calo del PIL e dell'occupazione. Alcuni paesi riuscirono a evitare simili contrazioni, ma subirono comunque un rallentamento della crescita. Un quadro analogo si presentava nelle aree emergenti e in via di sviluppo. Sebbene nei paesi con elevati tassi tendenziali di crescita del PIL la produzione non sia generalmente diminuita, le oscillazioni verso l'alto e verso il basso sono risultate sostanzialmente in linea con i corrispondenti sviluppi nei paesi industriali.

In virtù di questa elevata sincronia delle oscillazioni cicliche tra le più diverse economie, l'andamento congiunturale nei maggiori paesi industriali (Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Gran Bretagna, Italia e Canada) può essere considerato rappresentativo di quello dell'economia mondiale. Agli inizi degli anni ottanta questo gruppo di paesi si trovava in una fase di

pronunciata recessione, le cui cause vengono generalmente attribuite al massiccio rincaro del petrolio e alle politiche monetarie restrittive attuate dalle banche centrali per contrastare un'inflazione elevata. Un ruolo importante ha svolto in questo ambito il cambiamento di rotta, nell'ottobre 1979, della politica monetaria statunitense che da quel momento assunse un indirizzo chiaramente orientato a ridurre l'inflazione in modo drastico e duraturo. Nel primo trimestre 1980 l'espansione dell'attività economica negli Stati Uniti si interruppe. Dopo una marcata recessione, protrattasi per due trimestri, la produzione registrò una rapida ripresa per poi tornare a diminuire sensibilmente tra il terzo trimestre 1981 e il terzo trimestre 1982¹.

Fra gli altri maggiori paesi industriali, subirono una contrazione della produzione anche la Gran Bretagna e il Canada. Nel primo paese la flessione del PIL era iniziata già nel 1979 e continuò fino al primo trimestre 1981. In Canada, così come in Germania e in Italia, il profilo temporale delle due contrazioni susseguitesesi a breve distanza è stato molto simile a quello negli Stati Uniti. Nell'Europa continentale il paese più colpito dal calo della produzione è stata la Germania, mentre Italia e Francia subirono contraccolpi minori rispetto ad altri paesi. Il Giappone accusò solo un indebolimento della crescita, ma evitò una recessione classica.

La successiva ripresa negli Stati Uniti si protrasse dal quarto trimestre 1982 al secondo trimestre 1990. In alcuni paesi europei essa era iniziata prima, ma acquistò slancio solo dopo il rafforzamento della congiuntura americana. La lunga fase espansiva fu favorita dalla moderata dinamica dei prezzi. I tassi di inflazione scesero a livelli molto bassi ed iniziarono ad aumentare solo dal 1987, dapprima in misura modesta e poi più rapidamente. Inoltre, i prezzi del petrolio e di altre materie prime erano in calo. Le quotazioni del greggio, che nell'autunno 1980 avevano raggiunto un picco di 45 dollari statunitensi al barile, calarono entro l'autunno 1986 a 11 dollari, livello inferiore in termini reali a quello raggiunto agli inizi degli anni settanta prima del massiccio rialzo dei corsi operato per la prima volta dalle nazioni dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC).

La lunga fase espansiva degli anni ottanta non fu esente da perturbazioni. La prima fu lo scoppio della crisi debitoria internazionale nell'estate 1982. Essa ebbe inizio dal Messico, i cui crescenti disavanzi di parte corrente rispecchiavano il massiccio aumento del deficit delle finanze pubbliche. La crisi si

1 La datazione delle fasi espansive e contrattive si basa sul procedimento di Harding e Pagan (2002) impiegando i dati relativi al PIL reale trimestrale. Una fase espansiva, misurata in termini di trimestri, va dal punto di minima del rispettivo ciclo economico al successivo punto di massima, una contrazione dal massimo al successivo minimo.

propagò in breve tempo ad altri paesi fortemente indebitati, le cui economie accusavano analoghe debolezze. In seguito al pronto intervento del Fondo monetario internazionale (FMI) e delle banche centrali dei paesi industriali, la crisi messicana fu arginata, ma i problemi debitori avrebbero gravato ancora a lungo sui paesi colpiti. Nell'ottobre 1987 il crollo dei corsi azionari alla Borsa di New York scosse i mercati finanziari internazionali. Nel giro di poche settimane, nella maggior parte dei paesi i listini subirono perdite dal 30% al 50% rispetto al massimo toccato nel 1987. Tornarono alla memoria i ricordi del crollo borsistico nel 1929 e della Grande Depressione. Tuttavia, i timori di conseguenze negative per l'economia mondiale non trovarono conferma, grazie probabilmente al forte aumento della liquidità immessa nel mercato dalle banche centrali dei paesi industriali. Nel successivo biennio, la crescita economica e, quasi ovunque, l'inflazione segnarono un'accelerazione. In alcuni paesi emersero chiari segni di surriscaldamento dell'economia, associati a bolle speculative nei mercati immobiliari e a un'impennata dell'inflazione.

L'economia mondiale raggiunse il punto di massima espansione agli inizi degli anni novanta per poi subire un netto rallentamento. Ad esso contribuì in particolare, oltre alla restrizione monetaria, anche la crisi del Golfo Persico, scoppiata agli inizi dell'agosto 1990 in seguito all'invasione del Kuwait da parte di truppe irachene. Il conflitto causò un drastico aumento dei prezzi del petrolio; esso si protrasse per circa sei mesi finché le forze della coalizione sotto la guida degli Stati Uniti liberarono il Kuwait a conclusione di una breve campagna militare.

Contrariamente alla recessione dei primi anni ottanta, quella degli inizi degli anni novanta fu caratterizzata da un notevole sfasamento temporale tra i vari paesi. Negli Stati Uniti la produzione diminuì tra il secondo trimestre 1990 e il primo del 1991. La contrazione fu breve e la flessione cumulativa del PIL molto più contenuta rispetto alle recessioni del 1980 e del 1982. Contemporaneamente agli Stati Uniti, nel 1990 entrarono in recessione anche la Gran Bretagna e il Canada. La fase contrattiva fu più accentuata di quella negli Stati Uniti, ma pur sempre meno grave delle due recessioni subite da entrambi i paesi agli inizi degli anni ottanta. Le economie dell'Europa continentale, viceversa, continuarono ad espandersi per un certo tempo, grazie anche all'importante ruolo svolto dai profondi cambiamenti in atto nell'Europa orientale. Dopo la caduta del muro di Berlino, il 9 novembre 1989, la Germania realizzò dapprima la riunificazione economica (1° luglio 1990), poi quella politica (1° ottobre 1990). L'orientamento espansivo della politica finanziaria tedesca a sostegno dei cinque nuovi Länder federali impartì un notevole impulso alla crescita, di cui beneficiarono anche le altre economie europee. Di conseguenza,

la fase espansiva raggiunse il punto di massima in Germania, così come in Francia e in Italia, solo nel primo trimestre 1992. La successiva contrazione del prodotto in questi tre paesi durò in media cinque trimestri, causando una flessione del PIL maggiore di quella registrata dagli Stati Uniti. A differenza dei paesi anglosassoni, la recessione non risultò sensibilmente più contenuta neppure rispetto ai primi anni ottanta.

In molti paesi la ripresa economica ebbe un avvio stentato. Una delle cause risiedeva nelle difficoltà incontrate dai sistemi bancari nazionali. In seguito alla recessione e alla caduta dei prezzi delle azioni e degli immobili, le banche dovevano far fronte al problema dei crediti in sofferenza. La ridotta attività creditizia agì da freno sulla ripresa economica. Tali difficoltà emersero negli Stati Uniti, ma furono particolarmente evidenti in alcuni paesi europei minori e soprattutto in Giappone, dove le bolle speculative nei mercati azionari e immobiliari alla fine degli anni ottanta erano state un fenomeno particolarmente pronunciato. Dopo il sensibile rallentamento già subito dall'economia giapponese agli inizi degli anni novanta, iniziò per questo paese una pluriennale fase di ristagno che incluse anche due recessioni (1993 e 1998) e fu accompagnata da tendenze deflazionistiche.

Fra le altre perturbazioni che negli anni novanta parvero minacciare temporaneamente l'espansione dell'economia mondiale, figurano anche le crisi valutarie e di bilancia dei pagamenti di diversi paesi emergenti. Esse erano spesso innescate dai crescenti disavanzi di parte corrente. La successiva perdita di fiducia degli investitori costrinse per lo più le autorità monetarie dei paesi colpiti a lasciar fluttuare liberamente il tasso di cambio e ad attuare misure di stabilizzazione d'intesa con i governi. Sebbene i tassi reali siano rapidamente calati dopo il passaggio alla libera fluttuazione, ciò non ha impedito che questi paesi subissero in genere una recessione. Esempi di simili crisi che si propagavano regolarmente ad altri paesi furono negli anni novanta quella in Messico (1994–1995), la crisi asiatica innescata dalla Thailandia (1997–1998) e la crisi russa (1998). Di queste tre crisi, quella asiatica ebbe le ripercussioni più vaste. Tuttavia, escluso il Giappone, nessun altro dei maggiori paesi industriali fu colpito da una recessione.

A partire dalla metà degli anni novanta l'attenzione si concentrò sugli Stati Uniti, dove nel frattempo aveva preso avvio una vigorosa ripresa economica, trainata principalmente dal boom degli investimenti nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Pareva iniziata una nuova era economica, la *new economy*, caratterizzata da un poderoso aumento della produttività e una duratura espansione del potenziale di crescita. A ciò si accompagnò un marcato apprezzamento del dollaro statunitense e un rialzo senza

precedenti dei corsi azionari. Grazie all'accresciuta domanda di importazioni, anche i paesi europei trassero beneficio dal rilancio dell'economia americana. Si diffuse inoltre un clima di fiducia nelle prospettive di crescita, alimentato in molti paesi da una vasta liberalizzazione soprattutto nel settore delle telecomunicazioni.

Negli anni novanta la maggior parte dei paesi industriali conobbe pertanto una lunga fase di espansione. Negli Stati Uniti essa si estese dal primo trimestre 1991 al quarto trimestre 2000. La sua durata, pari a 39 trimestri consecutivi, superò di due anni la già lunghissima espansione del periodo 1982–1990². La successiva contrazione del prodotto durò solo tre trimestri e risultò minima in termini di flessione complessiva del PIL (–0,2%). Mentre il Giappone fu colto da una vera e propria recessione un trimestre dopo gli Stati Uniti, i paesi europei attraversarono piuttosto un periodo di prolungata stagnazione. Fra il primo trimestre 2001 e il secondo trimestre 2003 la Germania e l'Italia fecero registrare due lievi episodi contrattivi, ciascuno della durata media di tre trimestri, intervallati da una crescita altrettanto debole. In Francia, dove il rallentamento congiunturale era iniziato più tardi che altrove, vi fu un solo episodio di leggera contrazione, parimenti della durata di tre trimestri. Sia la Gran Bretagna che il Canada riuscirono a evitare completamente la recessione, limitandosi ad accusare un temporaneo e pronunciato rallentamento della crescita economica.

Alla debolezza congiunturale degli anni 2001–2003 contribuirono vari fattori. Fra essi rientrano l'inasprimento della politica monetaria da parte delle banche centrali, con cui si voleva prevenire un surriscaldamento dell'economia, lo scoppio della bolla speculativa nel comparto dei titoli tecnologici, nonché una serie di gravi eventi che scossero la fiducia dei consumatori e degli investitori. Vanno citati gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti, i due conflitti in Afghanistan e Irak e alcuni scandali societari negli Stati Uniti e in Europa. La fase ribassista delle borse mondiali, iniziata nella seconda metà del 2000, si protrasse fino alla primavera del 2003: nelle piazze maggiori i corsi azionari si dimezzarono in quel periodo rispetto al loro massimo del 2000.

Degno di nota è il fatto che, nonostante questi pesanti contraccolpi, quasi ovunque la recessione fu decisamente blanda. A ciò contribuì non da ultimo il basso livello delle aspettative inflazionistiche, che consentì alle banche

2 Per gli Stati Uniti la datazione ufficiale dei cicli congiunturali risale al 1854. In base alle date del National Bureau of Economic Research (NBER) l'espansione degli anni novanta è la più lunga finora registrata.

centrali di allentare ben presto le redini monetarie. Nel secondo semestre 2003 prese avvio una ripresa economica generalizzata, che si è prolungata oltre l'anno 2005 e ha resistito anche al nuovo massiccio aumento dei prezzi del petrolio, saliti a metà 2005 oltre la soglia dei 70 dollari al barile.

3.3 Crescita tendenziale

Se si considera l'intero periodo 1980–2005, l'economia mondiale è cresciuta a un ritmo moderato. Il PIL reale è aumentato in media del 3,1% all'anno e il PIL pro capite, indicatore che rispecchia maggiormente le variazioni nel livello di benessere della popolazione, è salito dell'1,6%. Questo risultato è inferiore a quello conseguito nei decenni successivi al secondo conflitto mondiale, ma supera comunque la crescita media registrata nel diciannovesimo secolo e nella prima metà del ventesimo secolo³.

Nei paesi industriali, che con una quota del 15% sulla popolazione totale concorrono per circa il 50% alla produzione mondiale di beni e servizi, l'aumento del PIL pro capite non si è discostato molto da quello delle economie emergenti e in via di sviluppo. Pertanto, negli ultimi 25 anni il divario tra i paesi industriali e il resto del mondo in termini di tenore di vita non si è sostanzialmente ridotto. Questi valori medi celano ampie differenze a livello regionale. Mentre la maggior parte dei paesi asiatici ha recuperato rapidamente terreno nei confronti del gruppo dei paesi industriali, molte economie dell'America latina, dell'Africa e del Medio Oriente sono ulteriormente arretrate⁴.

3.3.1 Paesi industriali

Nel periodo 1980–2005 l'espansione economica nei paesi industriali è stata decisamente più lenta rispetto al precedente trentennio. Tuttavia, la cesura nel trend di crescita non risale solo agli anni ottanta ma è intervenuta già alla metà degli anni settanta. I fattori all'origine di questa perdita di dinamismo economico sono tuttora controversi. In parte, si è trattato probabilmente di un processo di normalizzazione dopo il boom nel periodo post-bellico, e

3 Cfr. Maddison (2001).

4 Tutte le indicazioni relative alla crescita economica e della produttività si basano sui dati del Groningen Growth and Development Centre (2005). Il PIL è convertito ai tassi di cambio corrispondenti alle parità di potere d'acquisto in dollari statunitensi del 1990. Gli aggregati a livello mondiale o regionale comprendono tutti i paesi per i quali sono disponibili i dati del Groningen Centre; la definizione delle aree regionali corrisponde a quella del Groningen Centre. Per diversi paesi i dati sono disponibili solo fino al 2004; in questi casi abbiamo fatto ricorso alle nostre stime per il 2005. Per paesi industriali si intendono i membri dell'OCSE a fine 1993.

ciò vale soprattutto per l'Europa occidentale, dove la robusta crescita registrata dopo la seconda guerra mondiale va attribuita in ampia misura agli sforzi per colmare il divario tecnologico nei confronti degli Stati Uniti. Altri fattori che possono avere temporaneamente esercitato un'azione frenante sono la quadruplicazione dei prezzi in dollari statunitensi del petrolio nel 1973 e il crollo del sistema monetario di Bretton Woods in quello stesso anno. Comunque, già a quell'epoca molti osservatori imputavano la più lenta crescita anche agli effetti disincentivanti esercitati sull'attività economica dal contesto generale, di cui era espressione, tra l'altro, la crescente quota di partecipazione statale al PIL. Il tema delle riforme strutturali è entrato quindi a far parte del dibattito di politica economica e avrebbe continuato a impegnare i paesi industriali anche nel nuovo secolo.

Nell'area industriale il rallentamento della crescita dopo il 1973 ha avuto intensità diversa a seconda dei paesi. Mentre negli Stati Uniti l'incremento del PIL reale pro capite è passato da un tasso medio del 2,5% nel periodo 1950–1973 al 2,1% tra il 1980 e il 2005, esso si è più che dimezzato, da 4,0% a 1,8%, nei 15 paesi europei che costituivano l'Unione europea prima dell'allargamento nel 2004 (UE-15)⁵. Di conseguenza, la crescita europea è scesa leggermente al di sotto di quella statunitense, mentre in precedenza l'aveva chiaramente superata. Questo sviluppo ha interessato quasi tutti i paesi europei. Fa eccezione la Gran Bretagna, dove già nel periodo 1950–1973 il PIL pro capite non era aumentato più rapidamente che negli Stati Uniti.

La decelerazione economica è stata generalmente accompagnata da una crescita più lenta della produttività del lavoro, misurata dal prodotto ottenuto per ora di lavoro prestata. Nella UE-15 il tasso di aumento della produttività è sceso dal 4,7% nella media degli anni dal 1950 al 1973 al 2,0% nel periodo 1980–2005, mentre negli Stati Uniti è calato dal 2,5% all'1,8%. La migliore prestazione dei paesi europei ha consentito loro di ridurre ulteriormente il divario che li separava dagli Stati Uniti: se nel 1973 la produttività del lavoro nella UE-15 raggiungeva solo il 70% del livello americano, nel 2005 essa era salita all'86%. A differenza della produttività del lavoro, non vi è stata un'ulteriore convergenza in termini di reddito pro capite, rimasto inferiore del 30% a quello USA. Ciò si spiega con il fatto che in Europa, diversamente dagli Stati Uniti, l'aumento della produttività del lavoro è stato più o meno compensato dalla riduzione del numero di ore lavorate. Questa evoluzione rispecchia in parte le diverse preferenze in materia di reddito e di tempo libero tra

5 Per la Germania, le serie del PIL della ex Repubblica federale tedesca e quelle del Paese unificato sono state concatenate nel 1990.

Stati Uniti ed Europa, ma anche gli ostacoli che a lungo termine riducono il tasso di occupazione⁶. Mentre le stime della disoccupazione strutturale sono state ripetutamente corrette verso il basso negli Stati Uniti, una tendenza opposta è riscontrabile nella maggior parte dei paesi europei. Soprattutto le tre grandi economie – Germania, Francia e Italia – accusavano elevati tassi di disoccupazione che si ripercuotevano sulle finanze pubbliche.

Anche se le differenze tra Stati Uniti ed Europa dei 15 sono state relativamente modeste nell'arco dell'intero periodo 1980–2005, non sono mancati sviluppi divergenti. Fino ai primi anni novanta il PIL pro capite nella UE-15 è aumentato all'incirca allo stesso ritmo di quello statunitense, ma in seguito la crescita è risultata più lenta. Il divario più pronunciato è ravvisabile nella produttività del lavoro, che negli Stati Uniti è cresciuta sensibilmente dalla metà degli anni novanta, mentre è calata nella UE-15. Per la prima volta dalla fine della seconda guerra mondiale l'incremento della produttività del lavoro nei paesi dell'Europa occidentale è rimasto al di sotto di quello statunitense per un periodo prolungato.

L'evoluzione della produttività del lavoro dalla metà degli anni novanta, così come le differenze emerse al riguardo tra i singoli paesi, sono strettamente collegate allo sviluppo dell'industria delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC). In nessun altro settore il progresso tecnico, rispecchiato dalla crescita della produttività totale dei fattori, ha raggiunto livelli altrettanto elevati⁷. Ed è proprio questo settore ad aver assunto negli Stati Uniti una posizione molto più importante che nella UE-15. Inoltre, gli investimenti delle imprese americane in prodotti TIC sono stati molto maggiori di quelli delle omologhe europee e hanno a loro volta contribuito ad accrescere l'intensità di capitale negli Stati Uniti rispetto ai livelli raggiunti in Europa. Entrambi questi sviluppi spiegano perché la produttività del lavoro statunitense sia aumentata più rapidamente di quella europea⁸. L'importanza del settore TIC è evidenziata anche dal fatto che, in Europa, proprio quei paesi (Finlandia, Irlanda e Svezia) che si erano dotati di un'industria TIC relativamente forte e avevano investito una quota relativamente alta in prodotti tecnologici hanno conseguito guadagni di produttività superiori alla media.

Vi sono buone ragioni per ritenere che il ritorno a più alti tassi di crescita tendenziale negli Stati Uniti, e anche in Gran Bretagna, traggano origine nel nuovo orientamento della politica economica agli inizi degli anni ottanta. Le

6 Cfr. Blanchard (2004).

7 La crescita della produttività totale dei fattori corrisponde alla quota di aumento della produzione non attribuibile ai fattori lavoro e capitale.

8 Cfr. Timmer e van Ark (2005) per il periodo 1980–2001.

riforme strutturali di vasta portata attuate all'epoca dal presidente statunitense Ronald Reagan e dal primo ministro britannico Margaret Thatcher miravano a rafforzare i mercati e a ridurre il crescente peso dello Stato. Esse comprendevano la deregolamentazione del mercato del lavoro, del mercato dei beni e del settore finanziario, nonché le riforme dei sistemi tributario e previdenziale. Determinante è stato il fatto che l'orientamento a favore di un maggior ruolo del mercato e della concorrenza sia stato sostanzialmente mantenuto dai successivi governi.

In realtà, anche nel continente europeo la debolezza della crescita era stata motivo di preoccupazione. Tuttavia, a differenza degli Stati Uniti e della Gran Bretagna, nella maggior parte dei paesi le riforme strutturali e la deregolamentazione ebbero un avvio alquanto esitante. Le speranze di un rafforzamento della dinamica economica erano riposte soprattutto nel progetto UE, lanciato nel 1985, per la creazione di un unico mercato interno. La libera circolazione di beni, servizi, persone e capitali avrebbe dovuto rafforzare la concorrenza, la produttività e quindi anche la crescita. In effetti, negli anni che seguirono si procedette a una deregolamentazione e privatizzazione, talora estese, dei mercati dei beni e soprattutto di imprese statali nei settori delle telecomunicazioni, dell'energia elettrica e dei trasporti pubblici. Per contro, le riforme, assai delicate sotto il profilo politico, dei mercati del lavoro e dei sistemi tributari furono appena abbozzate, fatta eccezione per alcuni paesi minori, tra cui i Paesi Bassi, gli Stati nordici e l'Irlanda, che agli inizi degli anni novanta attuarono un vasto programma di riforme.

Divenne ben presto evidente che le misure di politica economica adottate in Europa non erano sufficienti a rilanciare la crescita e a ridurre in misura apprezzabile la disoccupazione. Il vecchio continente correva il rischio di mancare le opportunità offerte dalla globalizzazione e di essere male attrezzato per far fronte alle sue conseguenze. Appariva inoltre sempre più chiaro che molti paesi non avrebbero più potuto permettersi alla lunga il generoso sistema di garanzie sociali sviluppatosi nell'arco di decenni. La soluzione di questi problemi divenne tanto più urgente in quanto la UE si accingeva ad accogliere dieci nuovi Stati membri, il cui reddito pro capite era in molti casi nettamente inferiore alla media UE. Pertanto, nel 2000 i paesi dell'Unione europea approvarono a Lisbona un ampio programma economico destinato a rafforzare la competitività dell'economia europea. Le riforme progettate si estendevano anche al mercato del lavoro e, di conseguenza, la loro attuazione politica si annunciava difficile, tanto che fino al 2005 si sono registrati solo pochi progressi.

3.3.2 *Economie di mercato emergenti e paesi in via di sviluppo*

Rispetto ai paesi industriali – che nel periodo 1980–2005, nonostante tutte le differenze, avevano mostrato profili di crescita alquanto omogenei – l'evoluzione nel resto del mondo risultò molto differenziata. Solo l'Asia e l'Europa centrale riuscirono a ridurre sensibilmente le disparità di tenore di vita nei confronti dei paesi europei. Nelle altre regioni, ovvero in Africa, America latina, Medio Oriente e nei paesi dell'ex Unione Sovietica, il divario a fine periodo era altrettanto grande, se non maggiore, che nel 1980. In molti di questi paesi la situazione aveva subito un grave deterioramento soprattutto negli anni ottanta e nei primi anni novanta, e solo dalla metà di quel decennio i loro tassi di crescita economica erano tornati ad aumentare sulla scia della favorevole congiuntura mondiale e dei prezzi nuovamente in ascesa delle materie prime. Hanno fornito un importante contributo anche i successi ottenuti da diversi paesi nella lotta all'inflazione e nel risanamento della finanza pubblica.

La crescita di gran lunga più vigorosa è stata conseguita dai paesi asiatici: tra il 1980 e il 2005 il PIL reale pro capite è aumentato in media del 4,7% all'anno. Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan, la cui ripresa economica era in parte già iniziata negli anni cinquanta e sessanta, furono in grado di migliorare sensibilmente il tenore di vita e, nel caso di Hong Kong e Singapore, di portarsi ai livelli del Giappone. Anche Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia ottennero rilevanti risultati economici. Nonostante i duri contraccolpi delle crisi valutarie e di bilancia dei pagamenti – propagatesi all'intera regione in connessione con la svalutazione della moneta thailandese nell'estate 1997 – i paesi colpiti riuscirono a superare rapidamente queste difficoltà. Il successo economico di molte economie asiatiche è stato contraddistinto dal ruolo centrale svolto dall'industria di esportazione e dall'intensa attività di investimento sostenuta dall'elevata quota del risparmio nazionale. Grazie a questi sviluppi, la produttività del lavoro ha segnato un rapido aumento, rispetto ai bassi livelli di partenza, mentre la crescita della produttività totale dei fattori non si è discostata molto da quella dei paesi industriali⁹.

Spettacolare è stata l'ascesa della Cina, che alla metà degli anni settanta era caratterizzata da un'economia a pianificazione statale con un settore agricolo dominante e prestazioni economiche decrescenti. Nel 1978 il regime comunista sotto la guida di Deng Xiaoping avviò un processo di riforme orientate al mercato che mise in moto una potente crescita economica accompagnata da profonde trasformazioni strutturali. Anzitutto venne attuata una vasta deregolamentazione del settore agricolo; in seguito fu autorizzata la

9 Cfr. Young (1995).

creazione di imprese private, liberalizzato il commercio estero e promosso l'insediamento di società estere nelle regioni costiere. Con l'adesione all'OMC nel 2001 il Governo cinese sottolineò la sua volontà di proseguire nella politica di riforme economiche e di apertura del mercato. La Cina avanzò al rango di seconda più grande potenza economica dopo gli Stati Uniti e di uno dei più importanti centri di produzione di beni industriali nel mondo. Nello stesso tempo, il PIL pro capite del paese segnò una forte progressione, pari a un tasso medio del 6,4% all'anno nel periodo 1980–2005.

Sebbene leggermente oscurata dalla Cina, anche l'India, con la più alta popolazione al mondo dopo quella cinese, conobbe uno straordinario rilancio economico. Come la maggior parte dei paesi in via di sviluppo, l'India aveva fatto a lungo affidamento sull'economia pianificata e sui sussidi alle importazioni. Quando, verso la fine degli anni ottanta, il Governo indiano intraprese un processo di riforma e di apertura del mercato, il paese aveva ormai perduto il vantaggio sulla Cina, in termini di PIL pro capite, di cui aveva fruito fino ad allora. La nuova politica non tardò a dare i suoi frutti: tra il 1990 e il 2005 il PIL pro capite dell'India aumentò in media del 3,7% all'anno. Il principale settore trainante si rivelò quello dei servizi: forse come nessuna altra economia emergente, l'India seppe trasformarsi in uno dei massimi fornitori di servizi TIC. Nondimeno, analogamente alla Cina, la maggior parte della popolazione rimase occupata nell'agricoltura.

Il processo di trasformazione nell'Europa centrale non è stato meno impressionante di quello che ha interessato l'Asia. Un apporto decisivo è stato fornito dai cambiamenti messi in moto nell'Unione Sovietica sotto la guida dell'allora segretario generale del Partito comunista dell'Unione Sovietica (PCUS), Michail Gorbaciov, per uscire dalla decennale stagnazione che caratterizzava l'economia e la società sovietiche. In politica estera, i due estesi trattati sul disarmo conclusi con gli Stati Uniti (rispettivamente nel 1987 e nel 1989) posero fine alla guerra fredda, e sul piano interno fu intrapreso un programma di modernizzazione all'insegna della *glasnost* (apertura) e della *perestroika* (ricostruzione). Tuttavia, il tentativo di Gorbaciov di riformare il sistema economico non ebbe successo, ma la concessione di libertà politiche creò le basi per lo scioglimento, prevalentemente pacifico, dei regimi comunisti nei paesi dell'Europa centrale e orientale (1989) e per la dissoluzione dell'Unione Sovietica in 15 repubbliche indipendenti (1991).

Sotto la presidenza di Boris Jelzin, nell'arco di breve tempo furono privatizzate le imprese di proprietà statale e venne introdotto un sistema basato sull'economia di mercato. Le conseguenze immediate di questa radicale trasformazione furono il crollo della produzione e un'impennata dei prezzi. Le

imprese non più redditizie chiusero i battenti o licenziarono gran parte delle maestranze. Il PIL tornò ad aumentare solo nella seconda metà degli anni novanta: a partire dal 1998 la Russia, terzo maggior esportatore di petrolio e produttore di materie prime, ha potuto infatti beneficiare del rialzo dei prezzi dei prodotti primari. Ciò nonostante, fino a epoca recente il PIL non aveva ancora raggiunto il livello di fine anni ottanta, e lo stesso vale per le repubbliche dell'ex Unione Sovietica, ad eccezione dei tre Stati baltici, Estonia, Lettonia e Lituania.

La situazione è migliorata più rapidamente nei paesi dell'Europa centrale. Dopo una difficile fase di transizione, il processo di riforme avviato senza indugi dopo il 1989 cominciò a produrre risultati a partire dal 1991, come evidenziano l'aumento della produttività del lavoro, l'espansione degli scambi con l'Europa occidentale e la crescente preferenza per questa regione come luogo di insediamento della produzione di molte imprese occidentali. Nella media del periodo 1995–2005 il PIL reale pro capite è aumentato a un tasso più che doppio rispetto a quello della UE-15. Nel maggio 2004 sono entrati a far parte dell'Unione europea la Polonia, la Repubblica ceca, la Slovacchia, l'Ungheria, i tre Stati baltici e, come primo paese dell'ex Jugoslavia, la Slovenia.

L'America latina ha fatto registrare una crescita nettamente inferiore alla media mondiale. Tra il 1980 e il 2005 il PIL reale pro capite della regione è aumentato in media solo dello 0,2%, sebbene questo risultato insoddisfacente sia in buona parte da imputare alla forte contrazione, di oltre il 7%, complessivamente subita dal PIL negli anni ottanta. A differenza delle economie emergenti dell'Asia, la crescita nella maggior parte dei paesi latino-americani è stata quindi nettamente inferiore a quella del periodo 1950–1980. Le cause di questa deludente prestazione risiedono nella cronica instabilità delle condizioni economiche, rispecchiata da alti tassi di inflazione, nel crescente debito pubblico e nelle ricorrenti crisi valutarie e di bilancia dei pagamenti. I problemi sono venuti in superficie per la prima volta nel 1982, allorché i paesi che negli anni settanta si erano pesantemente indebitati con le banche internazionali incontrarono difficoltà di pagamento innescate dai crescenti tassi di interesse sulle passività in dollari USA. Oltre ai paesi dell'Europa centrale e orientale, le più colpite da questi sviluppi sono state le tre grandi economie latino-americane, Argentina, Brasile e Messico. Dopo quasi un decennio di gravi difficoltà economiche e finanziarie, alla fine degli anni ottanta e nei primi anni novanta molti paesi intrapresero profonde riforme che comprendevano non solo i programmi di stabilizzazione attuati sotto l'egida dell'FMI per correggere gli squilibri macroeconomici, ma anche misure volte a

promuovere la concorrenza e l'economia di mercato. Non mancarono tuttavia ricorrenti perturbazioni, come la crisi valutaria del Messico a fine 1994 o la grave crisi valutaria e bancaria in Argentina nel 2001, destinate inevitabilmente a coinvolgere altri paesi della regione. Di conseguenza, i risultati economici conseguiti dai paesi latino-americani sono rimasti a un livello decisamente inferiore a quello delle economie emergenti di altre regioni. Un'eccezione è rappresentata dal Cile, dove la crescita economica era aumentata in misura significativa già a partire dagli anni ottanta, grazie alla tempestiva attuazione di un ampio programma di riforme.

La regione di gran lunga più povera del mondo resta il continente africano. Mentre i paesi che si affacciano sul Mediterraneo sono riusciti ad accrescere il proprio benessere, quelli a sud del Sahara sono ulteriormente regrediti. Poiché molte di queste economie sono fortemente dipendenti dalle esportazioni di un'unica materia prima, il calo dei prezzi di prodotti primari negli anni ottanta le ha colpite in modo particolare. A ciò si sono aggiunti i conflitti armati, l'instabilità politica e la rapida diffusione della malattia immunitaria Aids. Negli anni ottanta e nella prima metà degli anni novanta il PIL reale pro capite nell'Africa sub-sahariana si ridusse dell'1-2% all'anno. Dalla metà degli anni novanta la situazione economica iniziò a migliorare, e per la prima volta da molti anni il tasso medio di crescita dell'economia superò l'aumento della popolazione. Diversi paesi beneficiarono del rialzo dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, al quale si sono aggiunti, in più casi, gli effetti positivi delle riforme strutturali poste in essere. Tuttavia, gli investimenti necessari ad assicurare una crescita duratura sono aumentati in misura molto inferiore alla media di altre regioni. L'Africa è quindi tornata al centro della politica di sviluppo internazionale. Nel 2005 i paesi creditori hanno deciso di cancellare il debito, per un ammontare di circa 55 miliardi di dollari USA, che 38 paesi a più basso reddito avevano accumulato nei confronti dell'FMI, della Banca mondiale e della Banca africana di sviluppo. I beneficiari di questo provvedimento sono stati per la maggior parte i paesi africani.

3.4 Politica monetaria e tendenze inflazionistiche

Il forte regresso dell'inflazione, sul finire del ventesimo secolo, è stato uno dei cambiamenti macroeconomici più rilevanti. L'ondata inflazionistica, che aveva avuto inizio negli anni sessanta e si era andata vieppiù rafforzando negli anni settanta, si esaurì gradualmente nel decennio successivo. Questo sviluppo non ha interessato solo i paesi industriali: il calo dell'inflazione è stato altrettanto impressionante nelle economie emergenti e nei paesi in via

di sviluppo, dove il problema dell'inflazione aveva assunto in molti casi dimensioni drammatiche.

Nel gruppo dei maggiori paesi industriali i prezzi al consumo negli anni dal 1975 al 1985 erano saliti in media dell'8,8% all'anno. Nei successivi due decenni il tasso medio annuo scese dapprima al 3,3% (1985–1995) e quindi all'1,9% (1995–2005)¹⁰. Nello stesso tempo, si ridusse anche il divario di inflazione tra i singoli paesi. Nel 1980 la maggior parte dei principali paesi industriali presentava tassi a due cifre che arrivavano fino al 22% (Italia). Solo Germania e Giappone non superarono la soglia del 10%. Venticinque anni dopo i differenziali di inflazione si erano nettamente ristretti: a fronte di una media del 2,0%, i valori estremi nelle maggiori economie industriali si situavano al 2,7% (Stati Uniti) e a -0,2% (Giappone).

Nei restanti paesi l'andamento dell'inflazione è stato meno uniforme. La maggior parte delle nazioni asiatiche era riuscita a ricondurre la dinamica dei prezzi su livelli moderati già negli anni ottanta. Per contro, in America latina e, dopo la liberalizzazione dei prezzi, anche negli ex paesi a economia pianificata l'inflazione segnò ancora un forte aumento. In alcuni di essi si registrarono episodi di iperinflazione, come in Argentina (1989–1990), Bolivia (1985), Brasile (1990–1994) e Perù (1989–1990), nonché in Russia (1992) e in altri Stati dell'ex Unione Sovietica. Comunque, nel corso degli anni novanta l'inflazione scese sensibilmente anche in queste regioni. Agli inizi del nuovo secolo, il tasso di inflazione nel gruppo delle economie emergenti e in via di sviluppo si era attestato al di sotto del 10% ed erano notevolmente diminuiti i differenziali tra i singoli paesi.

Il calo generalizzato dell'inflazione – così come la sua ascesa negli anni sessanta e settanta – trova la sua spiegazione nella politica monetaria dei maggiori paesi industriali. Verso la fine degli anni settanta erano divenuti sempre più evidenti i danni causati dall'inflazione. La crescita economica era rallentata quasi ovunque, ed era venuto meno il nesso tra inflazione e prosperità economica, che ancora sussisteva fino agli inizi degli anni settanta. Si era quindi diffuso il convincimento che il ripristino e il mantenimento della stabilità dei prezzi costituissero il presupposto per una crescita duratura. Facendo affidamento su questo nuovo consenso, le banche centrali furono in grado di attuare una politica monetaria più risoluta e di abbassare durevolmente l'inflazione nel giro di pochi anni.

10 L'aggregazione si basa sui tassi di inflazione ponderati in base PIL (ai tassi di cambio corrispondenti alle parità di potere d'acquisto in dollari USA) dei sette maggiori paesi industriali. Cfr. FMI (2005).

Oltre al crescente sostegno accordato ovunque alla lotta all'inflazione, altre circostanze favorirono il successo della politica monetaria. Da un lato, l'apertura dei mercati e l'integrazione di nuovi paesi nell'economia mondiale contribuirono a rafforzare la concorrenza sui mercati dei beni e dei fattori di produzione e a promuovere una maggiore flessibilità dei prezzi. Ciò ridusse ogni incentivo delle banche centrali a deviare dall'indirizzo orientato alla stabilità. Di conseguenza, aumentò anche la credibilità dell'impegno annunciato delle banche centrali a perseguire una politica monetaria finalizzata alla stabilità dei prezzi¹¹. Dall'altro, negli anni ottanta e novanta i corsi delle materie prime erano in gran parte calati, e verso la fine del periodo alcuni paesi avevano ottenuto guadagni di produttività. Anche in questo ambito era evidente il contrasto con gli anni settanta, allorché i prezzi del petrolio avevano subito forti rialzi in due riprese e la crescita della produttività era in calo. Per le autorità monetarie dei paesi industriali la situazione, per diversi aspetti, era quindi più semplice che negli anni settanta¹².

Per salvaguardare i risultati ottenuti nella lotta all'inflazione, negli anni novanta molti paesi attuarono riforme istituzionali, che in genere seguivano tre direttrici. Anzitutto, fu definito con maggior chiarezza il mandato delle banche centrali: anziché enumerare obiettivi vaghi o tra loro concorrenti, il mantenimento della stabilità dei prezzi fu dichiarato l'obiettivo prioritario. In secondo luogo, venne rafforzata l'indipendenza della banca centrale: in sostanza, si trattava soprattutto di preservare le banche centrali da pressioni di governi o parlamenti; in particolare, si voleva evitare che alle banche centrali fossero imposti obiettivi inconciliabili con il fine primario della stabilità dei prezzi. Da ultimo, fu ampliato l'obbligo di rendiconto delle banche centrali: se, da un lato, questa era la logica contropartita del rafforzamento della loro indipendenza, dall'altro, le stesse banche centrali erano interessate ad assicurare il massimo di trasparenza sui loro obiettivi e le loro azioni. Questo interesse rispecchia la consapevolezza che il comportamento economico delle imprese e delle famiglie è influenzato dalle aspettative inflazionistiche, per cui la trasparenza sull'indirizzo di politica monetaria è tanto importante quanto lo è la singola manovra dei tassi di interesse delle banche centrali.

Non in tutti i paesi vi era in ugual misura l'esigenza di attuare riforme istituzionali. Anzitutto, il problema dell'inflazione non aveva assunto ovunque le stesse dimensioni, e quindi la perdita di credibilità subita dalla politica monetaria era stata diversa a seconda dei paesi. Inoltre il quadro istituzionale,

11 Cfr. Rogoff (2003).

12 Cfr. Mankiw (2002).

in materia di mandato e di indipendenza della banca centrale, si differenziava notevolmente da paese a paese. La Nuova Zelanda ha svolto in un certo senso un ruolo pionieristico, avendo attuato le riforme prima di altri e in modo più radicale. Ma soprattutto essa ha concepito una strategia monetaria basata su un obiettivo di inflazione numerico, che molti paesi avrebbero fatto propria nel corso degli anni novanta.

Fra gli elementi fondamentali che accomunano i paesi con obiettivi di inflazione espliciti rientra l'impegno al mantenimento della stabilità dei prezzi come obiettivo primario della politica monetaria. Questa finalità viene perseguita sul piano operativo attraverso un obiettivo di inflazione numerico oppure, laddove l'inflazione di partenza è elevata, mediante una sequenza di obiettivi annuali di inflazione. In sostituzione di un obiettivo intermedio – come la crescita monetaria o il tasso di cambio – viene spesso adottata una previsione d'inflazione a medio termine, elaborata sulla base di tutte le informazioni disponibili. Un ruolo importante riveste inoltre il rapporto sull'inflazione che fornisce un'articolata motivazione delle decisioni di politica monetaria.

All'inizio optarono per obiettivi di inflazione espliciti soprattutto quei paesi industriali che non avevano avuto successo con le strategie incentrate su aggregati monetari o sul tasso di cambio. Alla Nuova Zelanda, che fu la prima nel 1989, seguirono il Canada nel 1991 e, dopo la crisi del Sistema monetario europeo (SME) nel 1992, la Gran Bretagna e la Svezia. Alla fine del decennio, la cerchia dei paesi con obiettivi di inflazione si era notevolmente ampliata e comprendeva anche economie emergenti e in via di sviluppo. In generale, i paesi che avevano adottato tali obiettivi riuscirono a ottenere un sensibile calo dell'inflazione, ma anche quelli che perseguivano strategie diverse conseguirono risultati analoghi. Le strategie basate sulla massa monetaria o sul tasso di cambio, prevalenti prima della comparsa degli obiettivi di inflazione, continuarono pertanto a rappresentare per molti paesi un'alternativa valida.

A differenza della strategia che fissa obiettivi di inflazione, quella incentrata sulla crescita monetaria fa leva su un solo indicatore, la quantità di moneta, e lo impiega come obiettivo intermedio. Nella pratica, le conseguenze che ne derivano per la politica monetaria sono risultate spesso meno vincolanti di quanto sembrasse a prima vista. Ne è un esempio, in particolare, la politica monetaria della Deutsche Bundesbank o della BNS che a livello internazionale hanno mantenuto per più tempo gli obiettivi di crescita monetaria. Nei due paesi l'obiettivo prioritario era il mantenimento della stabilità dei prezzi. Entrambe le banche centrali, inoltre, ponevano l'accento sull'orientamento a medio termine della loro politica, consentendo scostamenti

dai loro obiettivi monetari quando ciò appariva opportuno alla luce di altri indicatori.

In Germania gli obiettivi monetari costituirono il cardine della strategia di politica monetaria tra il 1975 e il 1998. Questi anni abbracciano quasi l'intero periodo dal passaggio ai tassi di cambio flessibili nel 1973 al trasferimento della responsabilità monetaria a favore della Banca centrale europea (BCE) agli inizi del 1999. Durante quel periodo la strategia rimase sostanzialmente invariata. I cambiamenti intervenuti riguardavano aspetti secondari, tra cui la scelta dell'aggregato monetario come grandezza di riferimento o la durata di applicazione dell'obiettivo prescelto. La Bundesbank rimase fedele alla sua strategia monetaria anche durante la difficile fase transitoria seguita alla riunificazione della Germania. Ciò è tanto più degno di rilievo in quanto sussistevano notevoli incertezze riguardo alle scelte di investimento della popolazione della Germania orientale dopo la conversione valutaria. Nonostante queste difficoltà, negli anni dal 1989 al 1991 gli obiettivi di crescita monetaria furono rispettati.

Tra i paesi nei quali l'obiettivo monetario aveva assunto un ruolo importante, almeno per un certo tempo, figurano anche gli Stati Uniti. In realtà, la banca centrale americana aveva cominciato ad annunciare obiettivi in termini di aggregati monetari già alla metà degli anni settanta, ma in più occasioni questi non erano stati osservati e comunque svolgevano una funzione secondaria. Un riorientamento della politica fu deciso nell'ottobre 1979, quando la banca centrale degli Stati Uniti, in presenza di un brusco aumento dell'inflazione, adottò un pacchetto di misure antinflazionistiche che attribuivano al controllo della quantità di moneta un peso maggiore. Queste misure prevedevano, tra l'altro, che la politica monetaria fosse attuata mediante la gestione quantitativa di un aggregato delle riserve bancarie anziché attraverso la manovra dei tassi di interesse. La decisione di segnalare il passaggio a una più rigorosa lotta all'inflazione con un cambiamento di regime così evidente parve opportuno soprattutto per due ragioni. Da un lato, la precedente politica incentrata sulla gestione dei tassi di interesse era stata screditata dall'andamento dell'inflazione. Dall'altro, il maggior rilievo attribuito agli aggregati monetari poteva servire a evidenziare l'esigenza di un drastico rialzo dei tassi di interesse.

Nel corso degli anni ottanta e novanta, il numero dei paesi che avevano assunto obiettivi di crescita monetaria nella loro strategia è andato diminuendo, e ciò soprattutto perché si era indebolita la stretta correlazione esistente tra aggregati monetari, attività economica e inflazione. Negli Stati Uniti le modifiche della regolamentazione e le evoluzioni tecnologiche nel

settore bancario avevano influito negativamente sulla stabilità della domanda di moneta. Ciò indusse la banca centrale statunitense a ripristinare, a partire dalla metà del 1982, la politica di gestione del tasso sui *federal funds*. Sebbene anche in seguito venissero annunciati obiettivi o proiezioni di crescita monetaria, questi non avevano più la stessa rilevanza che in passato. Un'evoluzione analoga è osservabile anche in altri paesi. Alcuni annunciavano obiettivi riferiti a più di un aggregato monetario. Altri dichiaravano come obiettivo, accanto alla massa monetaria, ulteriori grandezze come il tasso di cambio. Infine, la BCE, istituita nel 1999, pose in rilievo l'importanza di un'ampia analisi monetaria focalizzata sugli andamenti della moneta e del credito, sebbene essa rappresentasse solo uno dei due pilastri su cui poggia la sua strategia di politica monetaria. Il secondo pilastro è costituito da un'analisi di ampio respiro degli andamenti economici.

In alternativa agli obiettivi di crescita monetaria, agli inizi degli anni ottanta fu scelto preferibilmente un approccio incentrato sul tasso di cambio. Con ciò si intende qualsiasi strategia che preveda l'ancoraggio, più o meno rigido, di una moneta a un'altra moneta o a un paniere di valute. Attraverso tale ancoraggio il paese che lo adotta perde la propria autonomia monetaria, ma può contare su una minore variabilità del cambio. Inoltre, un simile regime esercita sui paesi ad alta inflazione pressioni volte a ricondurre l'inflazione sui livelli prevalenti all'estero. Per questo aspetto, l'ancoraggio del cambio potrebbe anche costituire un mezzo di lotta all'inflazione.

La maggior parte dei paesi che negli anni ottanta e novanta perseguivano strategie di cambio era rappresentata da economie emergenti e in via di sviluppo, comprese economie di grandi dimensioni come Cina e India. Per fronteggiare il problema derivante dall'impossibilità di mantenere nello stesso tempo l'autonomia monetaria, tassi di cambio fissi e mobilità dei capitali, molti di questi paesi continuarono ad applicare controlli sui movimenti di capitali. Pur riducendo tendenzialmente il rischio di attacchi speculativi, questi controlli non assicuravano una protezione definitiva e non poterono quindi evitare il ripetersi di crisi valutarie. Alcuni paesi optarono pertanto per altre strategie, come un tasso di cambio flessibile insieme a un obiettivo in termini di aggregato monetario o di inflazione, un ancoraggio rigido del cambio sotto forma di *currency board* o l'adozione di una moneta terza (dollarizzazione).

Nei paesi industriali l'esempio più noto di una strategia di cambio è lo SME. Istituito nel 1978 su iniziativa franco-tedesca, esso rappresentava il tentativo di creare in Europa una zona di stabilità dei cambi. Lo stesso scopo era stato perseguito in precedenza con l'accordo europeo che aveva dato vita al

cosiddetto «Serpente monetario». A differenza di quest'ultimo, lo SME impegnava le banche centrali partecipanti a interventi coordinati e definiva le parità di cambio nei confronti dell'Unità monetaria europea (ECU), concepita come paniere di valute, con oscillazioni pari a $\pm 2,25\%$. L'impegno a interventi coordinati doveva far sì che l'onere dell'aggiustamento non ricadesse esclusivamente sulla banca centrale del paese a moneta debole. A tale impegno erano stati tuttavia posti limiti, cosicché la Bundesbank, per fare un esempio, non era seriamente esposta al pericolo di dover sacrificare la propria politica orientata alla stabilità dei prezzi. A causa degli ampi differenziali di inflazione tra i partecipanti allo SME, nei primi anni della sua esistenza si resero necessari frequenti aggiustamenti delle parità. Dopo la correzione di rotta della politica economica francese nel 1982, la situazione si stabilizzò e i tassi di interesse e di inflazione cominciarono a convergere verso il basso livello di quelli tedeschi. Negli anni 1992 e 1993 lo SME fu nondimeno scosso nelle sue fondamenta da una serie di attacchi speculativi. La situazione tornò a distendersi solo dopo che l'ampiezza della banda di oscillazione fu portata da $\pm 2,25\%$ a $\pm 15\%$. Pur continuando a sopravvivere, lo SME aveva ormai perduto la funzione e la rilevanza che aveva prima del 1992.

La grave crisi dello SME del 1992–1993 è un esempio di come le banche centrali possano essere costrette a lasciar fluttuare i cambi a causa di gravi perturbazioni valutarie. Le tensioni che nel settembre 1992 provocarono il collasso erano state favorite da diversi fattori. Soprattutto in seguito alla riunificazione tedesca, la congiuntura e l'inflazione in Germania mostravano profili temporaneamente divergenti rispetto a quelli dei restanti paesi europei. La decisione della Bundesbank di innalzare i tassi a breve per riportare sotto controllo l'inflazione interna contrastava con ciò che la situazione avrebbe richiesto in altri paesi. I mercati hanno cominciato a nutrire dubbi sulla volontà delle banche centrali coinvolte di difendere a lungo le parità dei cambi mediante un rialzo dei loro tassi di interesse. Ad accentuare il clima di incertezza sul futuro del sistema monetario contribuivano anche i previsti referendum sul trattato istitutivo dell'Unione economica e monetaria europea (trattato di Maastricht). In Danimarca il trattato fu respinto di stretta misura (2 giugno 1992), rafforzando negli investitori la previsione di un esito analogo dell'imminente referendum in Francia (20 settembre 1992). Le tensioni culminarono in una serie di attacchi speculativi nel settembre 1992: la svalutazione della lira italiana, il 13 di quel mese, non bastò a placare la situazione; tre giorni dopo, la Gran Bretagna e l'Italia furono costrette ad abbandonare lo SME. Mentre gli attacchi alla parità del franco francese furono sventati grazie a massicci interventi sui mercati dei cambi, le valute di Irlanda, Portogallo e

Spagna subirono svalutazioni, talora ripetute, tra settembre 1992 e maggio 1993. Inoltre, la Finlandia, poi la Svezia e infine la Norvegia, sospesero l'ancoraggio unilaterale delle loro valute all'ECU.

La crisi evidenziò la vulnerabilità di un sistema di cambi fissi operante in un contesto di libera circolazione dei capitali. I paesi dello SME che negli anni ottanta avevano abolito i controlli sui movimenti di capitali erano posti di fronte alla seguente alternativa: potevano lasciar fluttuare le rispettive valute e perseguire una politica monetaria autonoma – come di fatto fecero Gran Bretagna, Svezia e Norvegia – oppure accelerare l'unione monetaria, impegnandosi a mantenere tassi irrevocabilmente fissi. Questa è la strada che scelsero i paesi le cui valute confluirono nell'euro: all'inizio del 1999 furono definitivamente fissati i tassi di cambio delle valute di 11 degli allora 15 paesi membri e la responsabilità di politica monetaria dell'intera area fu trasferita dalle banche centrali nazionali alla Banca centrale europea di nuova istituzione. All'inizio del 2001 la Grecia aderì all'unione monetaria come dodicesimo membro. Un anno dopo vennero introdotte le banconote e le monete in euro.

Bibliografia

- Blanchard, O. (2004), The Economic Future of Europe, *Journal of Economic Perspectives*, 18 (4), pp. 3–26.
- FMI (2005), World Economic Outlook Database, <http://www.imf.org>.
- Groningen Growth and Development Centre (2006), Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, Total Economy Database, <http://www.ggdc.net>.
- Harding, D. e A. Pagan (2002), Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation, *Journal of Monetary Economics*, 49 (2), pp. 365–381.
- Maddison, A. (2001), *The World Economy: A Millennial Perspective*, Parigi, Development Centre of the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD).
- Mankiw, N. G. (2002), U.S. Monetary Policy during the 1990s. In J. Frankel e P. Orszag (a cura di), *American Economic Policy in the 1990s*, Cambridge MA, MIT Press, pp. 19–43.
- Rogoff, K. (2003), Globalization and Global Disinflation. In *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole WY, pp. 28–30.
- Timmer, M. P. e B. van Ark (2005), Does Information and Communication Technology Drive EU-US Productivity Growth Differentials?, *Oxford Economic Papers*, 57 (4), pp. 693–716.
- Young, A. (1995), The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Reality of the East Asian Growth Experience. *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3), pp. 641–680.

4 La politica monetaria e valutaria della Banca nazionale

4.1 Crescita economica e trasformazioni strutturali in Svizzera

JEAN-PIERRE JETZER E MATHIAS ZURLINDEN

4.1.1 Introduzione

A metà degli anni settanta l'economia svizzera registrò una contrazione ciclica che avrebbe segnato una cesura gravida di conseguenze. Nei successivi tre decenni la crescita risultò così modesta che il paese, pur continuando a collocarsi ai primi posti in termini di reddito pro-capite, vide ridursi sensibilmente il distacco rispetto agli altri paesi industriali. Andò per lo più perduto anche il vantaggio in termini di stabilità monetaria. Negli anni settanta e ottanta la Svizzera aveva potuto vantare tassi di inflazione ancora decisamente inferiori a quelli della maggior parte delle altre nazioni, ma con il successivo calo dell'inflazione a livello mondiale tale divario si assottigliò rapidamente.

La debole crescita economica, unita alla contestuale stabilizzazione dell'inflazione a un basso livello, contribuì a spostare l'enfasi del dibattito di politica economica degli anni novanta dalle questioni sulla stabilità ai problemi strutturali. Non si trattò invero di una peculiarità svizzera, dato che in tutti i paesi le questioni di politica strutturale e quindi anche le discussioni sulle riforme di mercato acquisirono crescente rilevanza. La Banca nazionale seguì con interesse questi sviluppi, convinta da tempo che i numerosi ostacoli alla concorrenza nei mercati svizzeri dei beni e dei fattori di produzione fossero una delle cause che accrescevano i costi della lotta all'inflazione. In retrospettiva, vi è un certo consenso sul fatto che il processo di riforma in Svizzera prese avvio più lentamente di quanto sarebbe stato auspicabile alla luce dei rapidi cambiamenti intervenuti nel contesto economico e tecnologico mondiale. Nell'insieme del periodo, non sono tuttavia mancate anche in Svizzera trasformazioni rilevanti, che neppure le tradizioni economiche più radicate sono riuscite a frenare¹.

Questo capitolo prende in esame la crescita economica e le trasformazioni strutturali in Svizzera, illustrando brevemente alcuni importanti provvedimenti di politica economica. L'evoluzione congiunturale è trattata, insieme alla dinamica dell'inflazione, nel capitolo 4.2, cui seguono i capitoli dedicati alla politica monetaria della BNS.

1 Per il dibattito sulle riforme, cfr. Baltensperger (2005).

4.1.2 *Crescita economica*

Nei venticinque anni dal 1980 al 2005 il prodotto interno lordo (PIL) della Svizzera è cresciuto mediamente dell'1,5%. Nello stesso periodo il suo aumento pro capite è stato dello 0,8% all'anno. Questa crescita si colloca nettamente al di sotto della media dei paesi industriali e risulta anche inferiore a quella dei paesi limitrofi.

In realtà, nel caso della Svizzera il PIL reale non rappresenta il parametro più adatto a misurare il livello di benessere della popolazione. Anche prescindendo da altri indicatori della qualità di vita, vi sono due fonti di reddito in virtù delle quali la crescita del PIL svizzero sottostima l'aumento del tenore di vita. Da un lato, non sono compresi i redditi netti dall'estero, la cui incidenza è rilevante in considerazione delle ingenti attività detenute all'estero. Dall'altro, negli ultimi venticinque anni le ragioni di scambio sono notevolmente migliorate a favore della Svizzera. Ciò significa che il paese deve impiegare meno risorse per le proprie importazioni, con effetti equiparabili a un aumento della produttività². Simili rettifiche possono tutt'al più mitigare ma certo non colmare la lacuna nella crescita; pur considerando i due summenzionati fattori, la Svizzera va annoverata tra i paesi industriali con il più debole tasso di sviluppo.

L'evoluzione economica tra il 1980 e il 2005 può essere grosso modo suddivisa in due fasi. Negli anni ottanta l'economia svizzera registrò un tasso di crescita del 2,2%, non molto dissimile da quello degli altri paesi europei. Agli inizi del decennio successivo subentrò una fase di ristagno con tassi di espansione decisamente più bassi: nella media del periodo 1990–2005 la crescita del PIL si attestò all'1,1%. Una disaggregazione della crescita in base alle sue componenti mostra come il calo sia stato particolarmente pronunciato per il fattore lavoro (in termini di ore lavorate). Anche il contributo del fattore capitale è diminuito, sebbene in misura meno pronunciata, mentre per effetto del progresso tecnico è rimasta pressoché invariata la crescita della produttività complessiva dei fattori³.

Il decrescente contributo fornito dal fattore lavoro va attribuito al fatto che il numero di ore lavorate – ancora aumentato negli anni tra il 1980 e il 1990 – ha invece registrato un calo nel periodo 1990–2005. Questa flessione può sorprendere se si considera che in quel periodo sia la popolazione sia il numero delle persone in età lavorativa erano in crescita, e anche il tasso di partecipazione, ossia la quota delle forze di lavoro (occupati e disoccupati) sul

2 Cfr. Kohli (2004).

3 Cfr. Fox e Zurlinden (2005).

totale della popolazione, era salito. In senso contrario ha invece agito la netta diminuzione dell'orario lavorativo medio degli occupati, cui ha contribuito non solo la crescente diffusione del lavoro a tempo parziale ma anche la riduzione dell'orario degli impieghi a tempo pieno. Infine, è aumentato anche il tasso di disoccupazione, che è rimasto pur sempre contenuto se raffrontato ai livelli internazionali.

I motivi del ristagno economico degli anni novanta restano controversi. La debole crescita è stata inizialmente interpretata come un fenomeno congiunturale riconducibile al rallentamento economico all'estero e alla politica monetaria restrittiva della BNS. Con il protrarsi della fase di debolezza è andata diffondendosi l'opinione che simili fattori, il cui effetto era destinato ad essere transitorio, non fornivano una spiegazione esauriente. Negli ultimi anni è stata pertanto prestata maggiore attenzione ai fattori connessi con le condizioni economiche generali, fra i quali, in particolare, le misure di politica sociale che avevano esercitato un impatto negativo sull'offerta di lavoro, i crescenti oneri di imposte e tasse, nonché gli ostacoli alla concorrenza⁴.

4.1.3 *Trasformazioni strutturali*

Nonostante i modesti tassi di sviluppo, la Svizzera fu interessata in quel periodo da una profonda trasformazione strutturale. Anzitutto era proseguita la tendenza di lungo periodo a uno spostamento dall'industria verso il terziario: nel 1980 il 55% dei lavoratori era occupato nel settore dei servizi, il 38% nell'industria e il restante 7% essenzialmente nell'agricoltura; 25 anni dopo le corrispondenti aliquote erano 73%, 24% e 4%. Se il numero di occupati diminuì in tutti i principali comparti industriali, la produzione industriale registrò nondimeno un aumento dovuto ai consistenti guadagni di produttività del lavoro. In alcuni casi sporadici l'occupazione scese anche nel settore dei servizi, come ad esempio in quello alberghiero, ma aumentò in quasi tutti gli altri comparti del terziario, soprattutto nella sanità, nell'istruzione e nei servizi per le imprese (ad esempio, quelli informatici). Anche nel sistema bancario fu osservata una chiara tendenza all'aumento degli occupati. Tuttavia, alla fine degli anni novanta questa tendenza si era arrestata, e a partire dal 2000 le banche ripresero a ridurre il personale.

La transizione verso una società di servizi accomuna la Svizzera alle altre economie industriali avanzate e lo stesso vale per le crescenti connessioni internazionali dell'economia elvetica. In quanto paese di piccole dimensioni, da sempre la Svizzera registra una quota elevata di importazioni ed esportazioni

4 Cfr. Kohli (2005) per un'elencazione dei possibili fattori influenti.

in rapporto al PIL. Per le merci tale quota ammontava al 30% nel 1980 ed è salita al 34% fino al 2005. Ancora più pronunciata è stata la crescita nei servizi, sebbene da una base di partenza più bassa. Tali cifre rispecchiano l'accresciuta divisione internazionale del lavoro, una conseguenza questa dei minori costi dei trasporti e delle informazioni. A ciò si è aggiunta l'apertura dei mercati che si è tradotta in una forte espansione del commercio estero, soprattutto con i paesi dell'Europa orientale e del Sud-Est asiatico. Anche le attività sull'estero sono notevolmente aumentate, in seguito alle ingenti eccedenze della bilancia corrente. In altri termini, la Svizzera risparmiava molto più di quanto investiva all'interno, impiegando all'estero le eccedenze sotto forma di investimenti diretti e di portafoglio. In un raffronto a livello internazionale, gli elevati avanzi della bilancia corrente rappresentano una caratteristica costante dell'economia svizzera.

Anche a livello delle imprese sono intervenute trasformazioni rilevanti. Le dimensioni aziendali medie nel settore dei servizi sono tradizionalmente minori di quelle del settore industriale. Con la tendenza verso una società di servizi, si è quindi verificato anche un sensibile aumento nel numero di imprese, mentre è diminuita la loro dimensione media. Le grandi imprese per lo più a vocazione internazionale sono state oggetto di profonde ristrutturazioni, rispecchiate tra l'altro nella composizione dello Swiss Market Index (SMI), creato nel 1988, che compendia l'andamento dei corsi azionari delle maggiori società di capitale svizzere. Gran parte delle trasformazioni era frutto di fusioni e acquisizioni. Ne è un esempio la fusione delle imprese Ciba-Geigy e Sandoz nel 1996, che diede vita alla Novartis, cui seguì due anni dopo quella tra l'Unione di Banche Svizzere e la Società di Banca Svizzera, sfociata nella UBS. Altre società dello SMI si fusero con grandi aziende estere, come la BBC, che nel 1988 si unì con la svedese ASEA dando vita alla ABB, o la Adia dalla cui fusione con la francese Ecco nel 1996 nacque la Adecco. Sono scomparse dallo SMI anche la Winterthur Assicurazioni, la Banca Popolare Svizzera, l'Elektrowatt e la Jacobs Suchard. Le prime due furono incorporate dal Credito Svizzero (in seguito Credit Suisse Group), mentre le altre due sono state acquisite rispettivamente dalla Siemens e dalla Philip Morris. Tra le società che hanno rimpiazzato quelle uscite dallo SMI figurano diverse imprese staccatesi da grandi gruppi industriali e quotate per la prima volta in borsa: Syngenta (2000; *spin-off* di Novartis e Astrazeneca), Givaudan (2000; *spin-off* di Roche), Ciba SC (1997; *spin-off* di Novartis) e Lonza (1999; *spin-off* di Algroup). Inoltre, varie imprese, il cui valore azionario era salito fortemente negli anni novanta, hanno fatto il loro ingresso nello SMI, e tra queste spiccano le imprese dei settori della tecnologia (Kudelski, Serono,

Synthes-Stratec), degli articoli di lusso (Richemont, Swatch) e dei servizi finanziari (Basilese, Julius Bär).

Indicativo della flessibilità del mercato del lavoro svizzero è il fatto che queste profonde trasformazioni strutturali a scapito dei settori industriale ed agricolo abbiano avuto luogo senza accentuare sensibilmente la disoccupazione. È pur vero che durante la recessione agli inizi degli anni novanta il tasso di disoccupazione era bruscamente aumentato – e finora non è mai più ridisceso ai precedenti minimi – ma ciò va attribuito soprattutto a un mutato contesto normativo. La bassa disoccupazione degli anni settanta e ottanta era in gran parte il risultato di un tasso di partecipazione al mercato del lavoro con forti oscillazioni cicliche. Nelle fasi recessive uscivano dal mercato del lavoro soprattutto le donne, il cui contributo agli elevati tassi di attività e di impiego a tempo parziale in Svizzera è ingente, e gli stranieri che già allora rappresentavano un quarto della popolazione e che fecero ritorno in patria. Questo stato di cose è mutato nel corso degli anni grazie, in particolare, all'estensione delle indennità di disoccupazione (ossia l'allungamento del periodo di fruizione) e al miglioramento dello status dei lavoratori stranieri. Contrariamente agli anni settanta, la manodopera straniera degli anni novanta non era più generalmente in possesso di permessi stagionali o annuali, ma disponeva di un permesso di soggiorno che li equiparava ai lavoratori svizzeri sul mercato del lavoro. Una conseguenza di questi sviluppi fu un aumento della disoccupazione strutturale.

4.1.4 Stato e politica economica

Il dibattito sulle riforme dell'economia di mercato, che soprattutto nei paesi anglosassoni veniva già condotto in modo approfondito negli anni ottanta, ebbe inizio in Svizzera con un certo ritardo e si tradusse solo lentamente in risultati concreti. A ciò potrebbero aver contribuito due ordini di motivi. Da un lato, la Svizzera godeva di un elevato tenore di vita, che per lungo tempo fece apparire meno urgente la necessità di cambiamenti. Dall'altro, il federalismo e la democrazia diretta agivano nel senso di contrastare rapidi mutamenti di politica economica. Vari raffronti con altri paesi mostrano come la debole crescita economica e l'alto livello dei prezzi in Svizzera non possano essere spiegati unicamente sulla base dell'elevato tenore di vita del paese, ma siano piuttosto sintomatici di una carente concorrenza. In realtà, la Svizzera poteva vantare un'economia di esportazione competitiva, che aveva saputo imporsi sui mercati mondiali. Accanto ad essa coesisteva tuttavia un'economia interna, comprendente la piccola imprenditoria, l'agricoltura e il settore statale, permeata di numerosi ostacoli alla

concorrenza. La rimozione di tali impedimenti prometteva quindi di rendere più efficiente l'economia, di abbassare il livello dei prezzi e di stimolare la crescita economica⁵.

Agli inizi degli anni novanta la maggior parte dei fautori delle riforme economiche in Svizzera aveva riposto le proprie speranze nello Spazio economico europeo (SEE). Il trattato negoziato tra la Comunità europea e i paesi dell'Associazione europea di libero scambio (AELS) avrebbe dovuto estendere il mercato interno europeo ai paesi dell'AELS, i quali erano a loro volta disposti a recepire gran parte del diritto comunitario. Poiché il mercato interno europeo era basato sulla libera circolazione di beni, capitali e persone, ci si attendeva che in Svizzera lo SEE avrebbe promosso sostanziali riforme in numerosi ambiti. Nella consultazione popolare del 6 dicembre 1992 l'adesione allo SEE fu respinta di stretta misura. La politica economica svizzera era quindi costretta a realizzare l'apertura del proprio mercato mediante misure interne.

Agli inizi del 1993 il Consiglio federale definì la propria linea d'azione impostata su tre elementi. In primo luogo, una parte della «Eurolex», ossia gli emendamenti di legge predisposti in vista dell'adesione allo SEE, fu ridenominata «Swisslex» e presentata in Parlamento per una sua entrata in vigore immediata. Il Consiglio federale considerava questo passo soprattutto come un presupposto per poter avviare negoziati bilaterali con l'Unione europea (UE). In secondo luogo, il Consiglio propose un ampio programma di rinnovamento economico (programma di «rivitalizzazione»), mirante a contrastare l'isolamento dei mercati svizzeri, ad abbattere gli ostacoli alla libera concorrenza e a rafforzare la piazza economica svizzera. Questo programma comprendeva tra l'altro la revisione totale della legge federale sui cartelli, l'elaborazione della legge federale sul mercato interno e l'emanazione della legge federale sugli ostacoli tecnici al commercio, entrate in vigore nel 1996. Quella sul mercato interno affrontava il problema delle barriere di diritto pubblico contro il libero accesso al mercato (abolizione degli ostacoli alla concorrenza in materia di appalti pubblici, riconoscimento bilaterale dei diplomi), completando in tal modo la legge sui cartelli finalizzata a contrastare gli ostacoli alla concorrenza di natura privata⁶. Il terzo elemento della

5 Cfr. i rapporti annuali dell'OCSE sui singoli paesi e il rapporto sullo sviluppo del Segretariato di Stato dell'economia (seco): Dipartimento federale dell'economia (2002). Cfr. Nicoletti, Scarpetta e Boylaud (1999) per un raffronto tra gli indicatori sintetici della regolamentazione dei mercati nei paesi OCSE.

6 Entrambe le leggi disattesero le aspettative. Nel 2004 fu inasprita la legge sui cartelli e nel 2006 quella sul mercato interno.

strategia del Consiglio federale era costituito dall'avvio di negoziati con la UE in specifici settori. Tali negoziati condussero al varo di due pacchetti di accordi bilaterali che coprivano una vasta gamma di tematiche. Rivestono particolare importanza la graduale introduzione della libera circolazione delle persone, nonché il sistema di tassazione transfrontaliera dei redditi da interessi. Negli anni 2000 e 2005 la popolazione svizzera accettò con un chiaro voto a favore tutte le proposte relative agli accordi bilaterali, contro le quali era stato lanciato un referendum.

Gli altri settori nei quali furono intraprese riforme economiche comprendevano l'agricoltura e le aziende di servizi pubblici. Nell'ambito della politica agricola, durante gli anni novanta furono abolite le garanzie statali su quantità e prezzi, e la conseguente perdita di reddito fu parzialmente compensata attraverso un aumento delle prestazioni dirette. Relativamente alle aziende pubbliche, furono prese in considerazione anzitutto le telecomunicazioni e il mercato dell'energia elettrica. L'accesso al mercato delle telecomunicazioni fu gradualmente liberalizzato a partire dal 1998. Un'analoga liberalizzazione era prevista per il mercato energetico, ma il relativo progetto di legge venne bocciato nel 2002 in sede di referendum. Più lenti furono i progressi compiuti con la deregolamentazione delle ferrovie (FFS) e della posta (PTT), ma anche queste aziende furono tenute a orientarsi maggiormente al mercato. A differenza di molti altri paesi, in Svizzera le grandi aziende di servizi pubblici rimasero sotto il controllo dello Stato: dopo la scissione delle PTT in aziende separate per la posta e le telecomunicazioni, la Confederazione divenne infatti azionista di maggioranza della Swisscom, quotata in borsa nel 1998. Le FFS e la Posta rimasero di proprietà della Confederazione, mentre le aziende elettriche continuarono ad essere essenzialmente di proprietà dei Cantoni e dei Comuni.

Tra i punti di forza dell'economia svizzera aveva figurato per molto tempo la bassa quota di partecipazione statale, misurata dalla spesa pubblica in rapporto al PIL. Negli anni novanta essa rimase inferiore alla media dei paesi industriali, ma il divario diminuì nettamente. A differenza di altri paesi, la cui quota statale si ridusse o quantomeno si stabilizzò in quel periodo, in Svizzera essa continuò ad aumentare. Preoccupante era anche la composizione delle crescenti uscite statali, su cui incideva soprattutto l'aumento delle erogazioni alle assicurazioni sociali, mentre calavano la quota di investimenti e le spese per l'istruzione, fattori a sostegno della crescita⁷.

7 Commissione per la congiuntura (2004), *Rapport annuel*, capitolo 3: *L'évolution à long terme des finances fédérales*.

Dal lato delle entrate, la pressione fiscale (definita come rapporto tra le entrate tributarie e il PIL) era aumentata sensibilmente negli anni novanta. Analogamente all'incidenza della spesa pubblica, la pressione fiscale era rimasta fino a epoca recente inferiore alla media dei paesi industriali, ma anche in questo caso la differenza si è ben presto assottigliata. Tra le modifiche introdotte nel sistema fiscale spicca la sostituzione dell'imposta sulla cifra d'affari con quella sul valore aggiunto (1995), dopo che analoghe proposte erano state respinte per tre volte dalla popolazione svizzera (nel 1977, 1979 e 1991). Poiché l'imposta sul valore aggiunto riguarda sia i beni che i servizi, la sua introduzione allargò la base impositiva. Essa consentì inoltre di eliminare la doppia tassazione degli investimenti associata all'imposta sulla cifra d'affari. Quanto alle altre forme di tassazione, fu più volte riveduta la tassa di bollo, applicata alle transazioni su valori mobiliari e a determinati premi assicurativi, nell'intento di evitare un'ulteriore migrazione all'estero delle operazioni tassate. Si rinunciò tuttavia a una sua abolizione integrale.

Nonostante la maggiore pressione fiscale, le entrate non riuscirono a tenere il passo con l'aumento delle uscite, con conseguente rapidissima espansione del debito pubblico. Responsabili di questo andamento erano anzitutto la Confederazione e i Cantoni, mentre i Comuni riuscirono a tenere maggiormente sotto controllo le proprie finanze. Per porre un argine alla crescita del debito, la Confederazione e diversi Cantoni introdussero vari meccanismi istituzionali per la gestione del bilancio pubblico. Un importante passo in questa direzione fu il decreto federale del 2001 sul freno all'indebitamento della Confederazione ancorato a livello costituzionale. Questo strumento di controllo prescrive che l'ammontare massimo delle uscite vada correlato all'importo stimato delle entrate depurate della componente ciclica. Ciò dovrebbe consentire di compensare i disavanzi accumulati nelle fasi recessive con corrispondenti eccedenze nei periodi di ripresa. Il freno all'indebitamento è quindi concepito in modo tale da non ostacolare un contributo (passivo) della politica finanziaria alla stabilizzazione del ciclo.

4.2 Evoluzione congiunturale

ANNE KLEINWEFERS LEHNER

Le trasformazioni strutturali e i processi di aggiustamento descritti nel capitolo 4.1 si sono svolti sullo sfondo di tre cicli congiunturali. Il primo, che abbraccia sostanzialmente gli anni ottanta, rappresenta un ciclo classico. A

una moderata recessione agli inizi del decennio fece seguito una lunga fase espansiva, culminata in un surriscaldamento dell'economia con alti tassi di inflazione. Una politica monetaria restrittiva in funzione antinflazionistica pose fine a questo ciclo.

Il secondo ciclo negli anni novanta fu caratterizzato da un decorso per molti aspetti anomalo. Esso iniziò con una fase di debolezza congiunturale protrattasi per ben sei anni, con pesanti conseguenze sul mercato del lavoro e sulla finanza pubblica. In seguito, si sarebbe rivelato difficile per la Svizzera fare ritorno agli alti tassi di crescita degli anni ottanta. Contrariamente a quel decennio, durante la breve fase di alta congiuntura al volgere del secolo l'inflazione si mantenne su bassi livelli. Del resto, il ciclo si interruppe non tanto a causa di una politica monetaria restrittiva quanto piuttosto in seguito a un indebolimento della domanda estera e infine agli eventi dell'11 settembre 2001; l'anno 2002 può pertanto essere considerato come l'inizio di un terzo ciclo.

4.2.1 *Primo ciclo: 1982–1990*

Nel 1982 l'economia svizzera slittò verso una blanda recessione, dopo che la precedente fase quinquennale di crescita si era progressivamente indebolita. Il ristagno dell'attività economica risultò tuttavia molto meno marcato del crollo congiunturale degli anni 1974–1976⁸. A partire dal 1982 esso ha riguardato sia la domanda interna che quella estera. In seguito alla forte espansione della liquidità alla fine degli anni settanta, nel 1980 la BNS aveva orientato in senso restrittivo la propria politica monetaria: i crescenti tassi di interesse rallentarono l'attività d'investimento e portarono il settore delle costruzioni, prima dinamico, alla paralisi. Sul fronte esterno, la debole congiuntura mondiale provocò un calo delle esportazioni svizzere.

Verso la metà del 1983 la recessione poteva considerarsi ormai superata, e la discesa dell'inflazione dal 5,6% a poco meno del 3% consentì un allentamento della politica monetaria. Un ulteriore sostegno all'economia provenne dal programma di stimolo (*Impulsprogramm*) della Confederazione, che andò soprattutto a beneficio dell'industria delle costruzioni. Accanto all'edilizia segnarono un forte recupero anche gli investimenti in beni strumentali. La ripresa iniziò pertanto dalla domanda interna, mentre il contributo delle esportazioni rimase ancora marginale. Tuttavia, con l'irrobustirsi della congiuntura internazionale e il sostegno fornito da un dollaro forte, nel successivo biennio anche le esportazioni ripresero vigore. Grazie alla

8 Per un raffronto tra le due recessioni, cfr. tra l'altro OCSE (1985), pp. 8 segg.

contestuale sostenutezza della domanda interna, nel 1985 prevaleva nuovamente una situazione di alta congiuntura.

Negli anni 1986–1987 l'indebolimento del dollaro statunitense esercitò un sensibile effetto frenante sulle esportazioni elvetiche. Nella primavera del 1985 la moneta americana, che dal 1980 si era costantemente apprezzata, aveva subito una massiccia inversione di tendenza, ma il vigore della domanda interna fece sì che in quel biennio la Svizzera registrasse solo un rallentamento della crescita. Dopo la forte espansione degli anni 1984/85, i margini di capacità produttiva inutilizzata erano pressoché esauriti, stimolando una dinamica attività di investimento delle imprese. Registrarono un forte aumento sia gli investimenti in macchinari e attrezzature sia le costruzioni ad uso commerciale e industriale. Anche i consumi mostrarono dapprima un andamento sostenuto, sorretti dalla crescita dell'occupazione e dei redditi reali.

Agli inizi del 1987 la domanda interna manifestò i primi segni di cedimento, e le esportazioni rimasero deboli. Il dollaro statunitense proseguiva la sua corsa al ribasso, inducendo le banche centrali ad intervenire con acquisti di sostegno. Vi partecipò anche la BNS che abbassò altresì il tasso ufficiale di sconto e quello sulle anticipazioni. Le incertezze sull'evoluzione congiunturale e le tensioni sui mercati dei cambi provocarono nell'ottobre 1987 un crollo dei corsi azionari alla borsa di New York. Per effetto della stretta interconnessione tra i mercati finanziari internazionali, l'ondata di vendite si propagò ben presto a tutte le borse valori. Le autorità monetarie reagirono a livello mondiale con massicce immissioni di liquidità, e anche la BNS approvvigionò il sistema bancario di ulteriori mezzi liquidi, abbassando nuovamente i tassi.

A fine 1987 le prospettive economiche apparivano dunque molto incerte. Il dollaro aveva accentuato la sua tendenza calante, mentre la fiducia degli investitori e dei consumatori era stata gravemente scossa dal crollo borsistico. Contrariamente alle previsioni di molti osservatori, l'economia non precipitò in una recessione, e anzi la sua ripresa fu rapida e vigorosa⁹. Stimolata dai bassi tassi di interesse e dal pieno utilizzo della capacità produttiva, l'attività di investimento riprese slancio. Anche le esportazioni registrarono un andamento positivo, favorite da una crescente domanda estera e dalla debolezza del franco svizzero. A sostenere i consumi contribuì infine il netto aumento dell'occupazione. La solida ripresa dell'economia indusse la BNS ad annullare le precedenti riduzioni dei tassi.

9 OCSE (1989), pp.9 segg.

In presenza di un potenziale produttivo ormai pienamente utilizzato, l'azione frenante esercitata dalla politica monetaria si rivelò insufficiente¹⁰. Dopo una lunga fase espansiva, l'economia aveva raggiunto i limiti di capacità produttiva, e in diversi settori erano emersi segni di surriscaldamento: sul mercato del lavoro prevaleva una grave carenza di manodopera; il settore delle costruzioni registrava un vero e proprio boom, cui si accompagnava un'impennata dei prezzi immobiliari. A fine 1989 il tasso di inflazione aveva raggiunto il 5%.

Solo nel corso del 1990 la crescita cominciò lentamente a indebolirsi sotto l'influsso ormai percettibile dell'inasprimento delle condizioni monetarie. Se i consumi continuavano ancora ad aumentare allo stesso ritmo degli anni precedenti, gli investimenti in beni strumentali e soprattutto nell'edilizia persero decisamente slancio. Il netto rialzo dei tassi di interesse, i forti rincari nel comparto immobiliare e le urgenti misure federali per contenere il boom delle costruzioni cominciarono a frenare l'attività in questo settore. Viceversa, le esportazioni svizzere mostravano ancora un andamento sostenuto. Mentre la situazione geopolitica generale si deteriorava a causa dell'invasione del Kuwait da parte dell'Iraq, la Svizzera poteva trarre beneficio dalla forte espansione dell'economia tedesca sostenuta dal clima positivo instauratosi dopo la caduta del muro di Berlino. Nonostante il rallentamento congiunturale, l'inflazione si rivelò sorprendentemente tenace. Nell'anno precedente, a causa del franco debole, i rincari avevano riguardato essenzialmente le importazioni, ma ora la progressione dei prezzi interni, sospinti dall'aumento dei canoni di locazione e dei salari, si era notevolmente accelerata.

4.2.2 Secondo ciclo: 1991–2001

Sebbene già dall'estate del 1990 molti indicatori avessero segnalato un raffreddamento della congiuntura, l'inversione del ciclo colse la Svizzera di sorpresa. La successiva fase di ristagno, che si sarebbe protratta per sei anni, produsse profondi cambiamenti nel Paese¹¹. A causa della più lenta crescita rispetto ad altri paesi, in termini di tenore di vita la Svizzera arretrò di diverse posizioni a livello internazionale, il tasso di disoccupazione non ridiscese più ai bassissimi livelli del passato e alla sana finanza pubblica di un tempo subentrò una situazione di squilibrio dei conti pubblici.

10 A questa conclusione è pervenuta, ad esempio, l'OCSE (1989), pp. 42 segg., nonché (1990), pp. 37 segg.

11 Per un'analisi di questo periodo, cfr. ad esempio OCSE (1997), pp. 1 segg.

Un'inflazione persistentemente alta costrinse la BNS a mantenere un orientamento monetario restrittivo. Gli alti tassi di interesse penalizzarono soprattutto gli investimenti nell'edilizia fortemente finanziati con capitale di prestito. La drastica correzione dei precedenti eccessi nel mercato immobiliare sfociò in una crisi grave e duratura nel settore edile. La caduta dei prezzi immobiliari influì negativamente sui bilanci delle imprese e sulla situazione patrimoniale delle famiglie, ma ebbe conseguenze profonde anche sui bilanci bancari, provocando una crisi delle banche regionali. Il superamento di tutti questi problemi avrebbe richiesto un lungo lasso di tempo che si sarebbe concluso solo verso la fine degli anni novanta (cfr. 7.3.3).

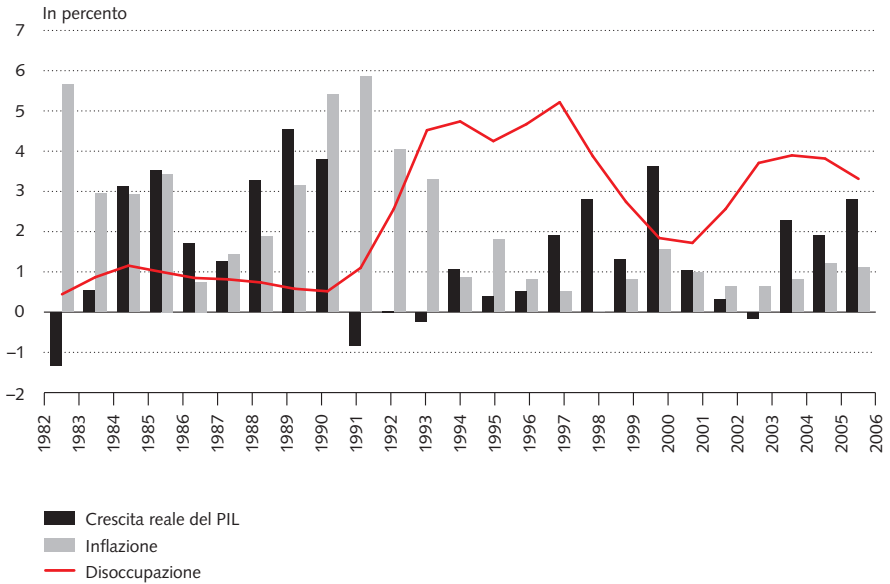
Sugli investimenti in beni strumentali gravavano – oltre agli alti tassi di interesse – le pessimistiche previsioni delle imprese. Con il consueto ritardo congiunturale era subentrato anche un indebolimento dei consumi delle famiglie, scosse dalla crisi immobiliare e dal forte aumento della disoccupazione. Già a metà del 1991 il numero delle persone senza lavoro aveva superato il precedente massimo raggiunto agli inizi degli anni ottanta, e l'ascesa della disoccupazione proseguiva inarrestabile¹². A causa della debole congiuntura internazionale, anche dal lato delle esportazioni provenivano solo modesti impulsi positivi.

L'inflazione reagì alla restrizione monetaria solo dopo un intervallo di tempo insolitamente lungo. Neppure il franco svizzero si era apprezzato, così come era avvenuto in precedenti fasi restrittive. Quando a partire dalla metà del 1992 l'inflazione cominciò finalmente a rallentare, la BNS avviò una manovra di distensione monetaria. Quasi contemporaneamente intervenne un'inversione di tendenza del franco, che da quel momento avrebbe continuato a rafforzarsi sin verso la fine del 1995. Le turbolenze nel Sistema monetario europeo (SME) degli anni 1992/93 esercitavano sul franco pressioni all'apprezzamento. Il biennio successivo sarebbe stato caratterizzato dalla caduta del dollaro, cui si aggiunsero nel 1995 nuove tensioni nello SME.

Dopo tre anni di recessione, verso la fine del 1993 si delineava una ripresa, trainata anzitutto dalla crescente domanda di esportazioni. Le migliorate prospettive dell'economia mondiale e la necessità di recupero da tempo accumulata incoraggiarono altresì l'attività di investimento delle imprese, mentre le misure di sostegno pubbliche riuscirono a impartire uno stimolo solo temporaneo agli investimenti nel settore delle costruzioni. Nondimeno, la ripresa risultò sufficientemente robusta da contribuire a un leggero miglioramento

12 Sul massiccio deterioramento della situazione nel mercato del lavoro, cfr. ad esempio OCSE (1993), pp. 66 segg.

Figura 4.1
Crescita economica, inflazione e disoccupazione



Fonte: BNS, *Bulletin mensuel resp. Bulletin mensuel de statistiques économiques* (vari anni).

sul mercato del lavoro. La decrescente disoccupazione e l'aumento dei redditi reali per effetto della più bassa inflazione favorirono una ripresa dei consumi. Grazie all'aumento della domanda interna ed estera, nel 1994 l'economia svizzera era tornata su un sentiero di crescita per la prima volta dal 1990.

La schiarita congiunturale doveva rivelarsi di breve durata. Una delle cause di ciò risiede forse nelle condizioni monetarie, che in retrospettiva potrebbero essere giudicate troppo restrittive. Dalla metà del 1994 i tassi di interesse reali, a seguito di un'inflazione ormai decisamente calata, erano attestati su livelli molto alti, e il tasso di cambio del franco svizzero si era ulteriormente apprezzato. Tuttavia, mancava anche l'azione di sostegno alla congiuntura da parte delle politiche finanziaria e strutturale. Il rapido deterioramento della finanza pubblica aveva indotto la Confederazione e i Cantoni ad intraprendere dal 1992 vari programmi di risanamento che, seppure indispensabili, trasmisero in un primo tempo impulsi piuttosto negativi all'economia. E anche le riforme strutturali prospettate dopo il responso popolare negativo all'adesione allo Spazio economico europeo procedevano molto a rilento.

Il biennio 1995/96 è stato pertanto contrassegnato dalla stagnazione. Il contributo alla crescita fornito dalle esportazioni era modesto a causa

dell'indebolimento congiunturale in Europa e dell'alto tasso di cambio del franco, mentre sul versante interno agivano da freno sui consumi il perdurante taglio di posti di lavoro e i decrescenti redditi reali. A ridurre ulteriormente il potere d'acquisto contribuiva l'aumento delle imposte, nonché dei premi per l'assicurazione previdenziale e per quella sanitaria. La crisi nel settore dell'edilizia, dopo un fugace recupero nel 1994, proseguiva inarrestabile. L'unico elemento di sostegno interno era rappresentato dagli investimenti in macchinari e attrezzature. In considerazione del sottoimpiego di risorse, gli investimenti non erano in realtà finalizzati a un ampliamento della capacità, ma rispecchiavano piuttosto gli sforzi di ammodernamento e razionalizzazione delle imprese in risposta alle crescenti pressioni della concorrenza internazionale.

Dopo l'allentamento della politica monetaria da parte della BNS nella primavera del 1995, verso la fine dello stesso anno il tasso di cambio del franco cominciò a stabilizzarsi ma la svolta congiunturale non sarebbe intervenuta prima del 1997. Stimolate dalla ripresa economica internazionale e dall'indebolimento del franco, le esportazioni segnarono un forte aumento, mentre la domanda interna rimaneva ancora debole. Nel giugno del 1997 il tasso di disoccupazione raggiunse il picco, per poi cominciare finalmente a diminuire. La situazione nel settore del genio civile si stabilizzò verso la fine dell'anno grazie a un aumento degli appalti statali nel quadro dell'*Impulsprogramm* varato in primavera. Nell'anno seguente le prospettive dell'economia mondiale venivano nuovamente oscurate dalle crisi nell'Est asiatico e in Russia e dal successivo crollo dei mercati azionari internazionali. Neppure la Svizzera fu risparmiata dall'indebolimento della domanda di esportazioni, peraltro compensato da un'accresciuta domanda interna. Particolarmente robusta si rivelò la dinamica dei consumi, su cui influivano positivamente la discesa della disoccupazione e l'aumento del reddito reale disponibile. Anche gli investimenti in beni strumentali segnarono un consistente aumento, destinato questa volta ad ampliare la capacità produttiva.

Con il superamento delle crisi asiatica e russa nel corso del 1999, i mercati finanziari si ripresero grazie, tra l'altro, ad abbondanti immissioni di liquidità da parte delle banche centrali. La domanda estera tornò ad aumentare, cosicché in questa fase del ciclo tutte le componenti del prodotto interno lordo contribuivano alla crescita. Degno di nota è il perdurante dinamismo degli investimenti in macchinari e attrezzature, specie nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), settore che conobbe un vero e proprio boom alimentato da aspettative euforiche. Con un tasso di sviluppo

del 3%, si può dire che nel 2000 prevaleva complessivamente in Svizzera una situazione di alta congiuntura per la prima volta da dieci anni¹³.

Dopo che la BNS aveva sostenuto la ripresa economica con una politica monetaria espansiva a partire dalla primavera del 1995, nel 2000 si profilavano nuovi rischi di inflazione in presenza di un crescente grado di utilizzo della capacità. La banca centrale reagì con un graduale rialzo dei tassi di interesse, che comportò anche un apprezzamento del franco rispetto all'euro.

La perdita di slancio dell'economia americana nella seconda metà dell'anno, sotto l'impatto dell'inasprimento monetario del Federal Reserve Board, ebbe ripercussioni anche sulla crescita europea agli inizi del 2001. In Svizzera rallentarono sia le esportazioni sia gli investimenti in beni strumentali (in particolare anche nell'esuberante settore delle TIC) disincentivati dal deteriorarsi delle prospettive economiche; soltanto i consumi continuavano a mostrare una dinamica sostenuta. Gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti infersero un duro colpo alla congiuntura e ai mercati finanziari internazionali. Le banche centrali in tutto il mondo reagirono con accresciuti apporti di liquidità e massicce riduzioni dei tassi di interesse. Nel corso della fase contrattiva ormai in atto la BNS abbassò i tassi fino a portarli in prossimità della soglia zero (cfr. 4.4.4).

4.2.3 *La situazione congiunturale dopo il 2002*

Dopo gli eventi del settembre 2001 cedettero anche i consumi, l'unico fattore di sostegno della crescita ancora rimasto. L'economia entrò dapprima in una fase di ristagno e quindi di recessione. Nel biennio 2002/03 sia la domanda interna che quella estera rimasero letargiche. Oltre alla debolezza dell'economia mondiale, esercitava un effetto frenante sulle esportazioni svizzere la sostenutezza del tasso di cambio del franco fino alla primavera del 2003. Il massiccio aumento della disoccupazione tra la fine del 2001 e del 2003 deprime i consumi, così come le pessimistiche previsioni delle imprese scoraggiarono gli investimenti.

A partire dalla metà del 2003, si accumularono i segnali di ripresa economica. Gli impulsi positivi provenivano soprattutto dagli Stati Uniti e dall'Asia, mentre il miglioramento della situazione in Europa appariva ancora incerto. L'avvio di una ripresa veniva segnalato anche dai mercati azionari internazionali che, dopo tre anni di pronunciata debolezza, cominciarono a recuperare terreno. Sui mercati dei cambi la politica espansiva della BNS aveva infine prodotto un indebolimento del franco nei confronti dell'euro.

13 OCSE (2000), p.25.

La ripresa trainata dalle esportazioni stentò a propagarsi alla domanda interna, poiché era inizialmente troppo moderata per poter contribuire a un apprezzabile miglioramento sul mercato del lavoro. È possibile che la creazione di nuovi posti di lavoro in Svizzera sia stata disincentivata non solo dalla debole congiuntura, ma anche dalle forti pressioni della concorrenza internazionale in un'economia globalizzata. Un fenomeno analogo è riscontrabile nel settore degli investimenti in beni strumentali, il cui recupero nel corso della ripresa risultò comunque inferiore a quello osservato in precedenti fasi analoghe. Pure in questo caso una possibile spiegazione può essere individuata nell'accresciuta concorrenza internazionale. Pertanto, fino al 2005 inoltrato i consumi e gli investimenti in macchinari e attrezzature non riuscirono a riprendere realmente vigore. L'unico elemento dinamico della domanda interna era rappresentato dagli investimenti nell'edilizia privata che, grazie al bassissimo livello dei tassi, registrarono una forte espansione. Nel 2006 la congiuntura migliorò sensibilmente nei paesi industriali, nonostante il netto aumento dei prezzi del petrolio e dell'energia. Anche in Svizzera l'attività economica segnò una vigorosa crescita, ripercuotendosi infine favorevolmente anche sul mercato del lavoro.

4.3 La quantità di moneta come obiettivo monetario intermedio

MICHEL PEYTRIGNET

4.3.1 Introduzione

La Costituzione federale conferisce alla Banca nazionale svizzera il mandato di condurre «una politica monetaria nell'interesse generale del Paese»¹⁴. Nella precedente legge sulla Banca nazionale del 1953 (vLBN), che all'articolo 2 capoverso 1 riprendeva alla lettera il dettato del testo costituzionale, questo concetto non era stato definito in modo più dettagliato. Con l'entrata in vigore, il 1° maggio 2004, della nuova legge sulla Banca nazionale (LBN), tale compito è stato precisato nell'articolo 5, capoverso 1 (cfr. 9.6.3). Fino a quella data era stata la stessa Banca nazionale a dover definire ciò che intendeva per «interesse generale del Paese». Già dall'ultima guerra¹⁵, e in particolare dopo l'abbandono della Svizzera, il 23 gennaio 1973, del regime di cambi fissi di

14 Art. 39, cpv. 3 della Costituzione federale del 1874 (vCst); dal 2000: art. 99, cpv. 2 della Costituzione federale del 1999 (Cost.).

15 BNS (1982), p. 97.

Bretton Woods, la Banca nazionale aveva optato per il principio secondo cui la politica monetaria serviva nel migliore dei modi «l'interesse generale del Paese» allorché si impegnava in via prioritaria al mantenimento del potere d'acquisto della moneta, ossia ad assicurare la stabilità dei prezzi. Tuttavia, la stabilità dei prezzi, che esclude tanto l'inflazione quanto la deflazione, non è mai stata perseguita come un fine a se stesso, ma solo come un presupposto necessario a instaurare le condizioni di base che permettano a un'economia di svilupparsi secondo il suo potenziale. Questa interpretazione informale del mandato della Banca nazionale ha sempre goduto di un vasto consenso popolare ed è prevalsa all'atto di definire tale mandato nella nuova legge.

Nell'adottare il regime di cambi fluttuanti nel 1973, la Banca nazionale fu in grado di concepire e porre in atto una politica monetaria autonoma. A partire dal 1975 essa adottò una strategia fortemente influenzata dal dibattito «regola contro discrezionalità» che animava allora il mondo accademico¹⁶. I termini «regola» e «discrezionalità» possono avere nella pratica connotazioni assai diverse da quelle loro attribuite dalla letteratura scientifica. Si intende generalmente per regola l'impiego sistematico di dati e informazioni derivanti da un insieme di indicatori preselezionati, al fine di stabilire l'azione della banca centrale in maniera coerente nel tempo. Dopo il 1975 la politica monetaria della Banca nazionale si conformò a questa definizione, e fu reso pubblico un insieme di principi. Tali principi dovevano assicurare una logica intertemporale nel processo decisionale dell'istituto di emissione, consentendogli al tempo stesso di reagire con una certa flessibilità al mutare degli eventi. Più concretamente, la Banca nazionale adottò una strategia di politica monetaria fortemente ispirata ai principi monetaristi, che rappresentavano la corrente di pensiero dominante nella teoria monetaria dell'epoca¹⁷. In questo senso, essa fu una delle prime banche centrali, insieme alla Bundesbank tedesca, a scegliere una strategia fondata su una regola monetaria¹⁸.

Tale strategia si articolava nei seguenti principi. Il primo è basato sul riconoscimento che l'inflazione e la deflazione sono fenomeni essenzialmente monetari. Questo assunto discende dalla teoria quantitativa della moneta incentrata sul ruolo causale della moneta stessa nel processo inflazionistico. Un'espansione monetaria eccessiva non può stimolare durevolmente l'attività al di sopra del potenziale di crescita dell'economia e, superata quella soglia, si ripercuote necessariamente sul livello dei prezzi. Di conseguenza, gli

16 Cfr., ad esempio, Friedman (1960), pp. 77–101; Kydland e Prescott (1977); Barro (1986); McCallum (1987); McCallum (1989), pp. 237–248 e più di recente Woodford (2003).

17 Cfr., ad esempio, Brunner (1968) e più di recente Chrystal (1990).

18 Cfr. Bernanke et al. (1999), p. 43.

aggregati monetari, che sono strumenti di misura della quantità di moneta in circolazione nell'economia, devono svolgere un ruolo particolare nelle decisioni di politica monetaria. Il controllo degli aggregati monetari funge dunque da ancora nominale dell'economia.

Un secondo principio postula che la banca centrale si astenga da una regolazione fine (*fine tuning*) della congiuntura con l'ausilio della politica monetaria. Ciò in quanto, da un lato, la trasmissione degli impulsi monetari all'economia reale e ai prezzi è caratterizzata da ritardi lunghi e variabili – ritardi che in Svizzera possono arrivare fino a tre anni – e, dall'altro, i meccanismi di questa trasmissione non sono conosciuti se non in modo molto imperfetto. Una politica troppo attivista può pertanto agire in maniera controproducente, con effetti pregiudizievoli per l'insieme dell'economia.

Secondo questi insegnamenti teorici, la definizione e l'osservanza di un obiettivo monetario intermedio dovrebbero permettere alla banca centrale di realizzare il fine primario della stabilità dei prezzi nelle migliori condizioni possibili. In base a queste considerazioni, la Banca nazionale fissò obiettivi di crescita per l'aggregato M_1 dal 1975 al 1978 e successivamente – dopo un breve intervallo nel 1978 e nel 1979 dovuto a gravi turbolenze sui mercati dei cambi (cfr. 2.4.2) – in termini di moneta della banca centrale dal 1980 al 1999¹⁹. L'esperienza maturata con M_1 mostrò come la Banca nazionale controllasse con difficoltà questo aggregato per il tramite della moneta della banca centrale. Il controllo diretto di quest'ultima grandezza apparve da allora un'alternativa attraente. Come attestano la sospensione del 1978–1979 e poi la sostituzione della grandezza di obiettivo nel 1980, la Banca nazionale adattò in modo pragmatico la propria politica alle circostanze specifiche. Essa si conformava in tal modo a una realtà ineludibile, secondo cui la Svizzera, in quanto piccola economia aperta e dotata di un mercato finanziario di grandi proporzioni, è soggetta a numerosi e frequenti shock di natura prevalentemente esogena.

4.3.2 Obiettivi annui in termini di moneta della banca centrale rettificata

Graduale ripristino della stabilità dei prezzi: 1980–1985

Dopo aver analizzato i vantaggi relativi dei diversi aggregati monetari per la fissazione di un obiettivo quantitativo, la Banca nazionale era giunta alla conclusione che la moneta della banca centrale, ossia la base monetaria,

19 M_1 è definita come la somma del circolante e dei depositi a vista di residenti non bancari presso le banche commerciali. La moneta della banca centrale, o base monetaria, comprende le banconote detenute dal pubblico e dalle banche commerciali più gli averi in conto giro di queste ultime presso la BNS.

rappresentava la grandezza più adatta a svolgere la funzione di obiettivo monetario intermedio²⁰. In effetti, la domanda di questa moneta risultava relativamente stabile e poco sensibile alle variazioni dei tassi di interesse²¹. Inoltre, il nesso tra creazione monetaria e successive variazioni del tasso di inflazione era simile per M_1 e per la moneta della banca centrale²². Essendo perfettamente controllabile, quest'ultima soddisfaceva meglio di M_1 o di qualsiasi altro aggregato monetario di definizione più ampia i criteri necessari a fungere efficacemente da obiettivo intermedio. Nel mese di dicembre di ciascun anno la Banca nazionale pubblicava un obiettivo di crescita in termini di moneta della banca centrale, valido per i dodici mesi successivi. Considerando un tasso accettabile di rincaro dell'1%, una crescita potenziale dell'economia reale di circa il 2% e un aumento della velocità di circolazione della moneta nell'ordine dell'1%, si poteva stimare intorno al 2% annuo la crescita della base monetaria compatibile con uno sviluppo armonico dell'economia e con la stabilità dei prezzi. In ogni caso, non poteva trattarsi che di una linea guida a medio termine, mentre nel più breve periodo sarebbe stato necessario confrontarsi con la situazione economica del momento.

La Banca nazionale fissò un obiettivo di crescita in termini di moneta della banca centrale solo per il 1980. Dal 1981 sostituì questo aggregato con una variante: la moneta della banca centrale rettificata, ossia depurata dell'ammontare stimato dei crediti di fine periodo che la BNS accordava alle banche commerciali a fine mese, per agevolare l'adempimento dell'obbligo delle riserve minime imposto per legge (cfr. 4.6.2).

Agli inizi degli anni ottanta le condizioni economiche non erano molto propizie. Il tasso di inflazione si muoveva verso l'alto, toccando un massimo del 6,5% nel 1981. Preoccupata degli effetti che una politica troppo restrittiva rischiava di esercitare sulla congiuntura, la Banca nazionale optò per un approccio graduale nell'intento di avvicinarsi progressivamente all'obiettivo di crescita monetaria a medio termine. Essa fissò pertanto un obiettivo annuo di espansione della base monetaria del 4% per il 1980 e sempre del 4% in termini di base monetaria rettificata per il 1981. Benché superiori al tasso del 2% programmato per la crescita monetaria a medio termine, queste aliquote rispecchiavano un indirizzo relativamente restrittivo, alla luce delle aspettative inflazionistiche che si erano diffuse nel 1980 e 1981 fra gli operatori

20 Cfr. Rich e Schiltknecht (1980), p. 169; Rich e Béguelin (1985), p. 86.

21 Cfr. Kohli (1984, 1985 e 1989).

22 Cfr. Rich e Béguelin (1985), p. 78.

economici. Tali aspettative scontavano, in particolare, le ripercussioni del secondo shock petrolifero e, con il consueto ritardo, gli effetti dell'eccesso di creazione monetaria prodotto dagli interventi sui mercati dei cambi nel 1978. Nondimeno, la Banca nazionale fu probabilmente colta di sorpresa dalla massiccia recrudescenza dell'inflazione nel 1980, dato che a quell'epoca, secondo una ricerca recente, era convinta di aver già riassorbito gran parte della liquidità eccedente immessa sul mercato per contenere l'apprezzamento del franco²³. Al fine di contrastare la ripresa dell'inflazione, attizzata al tempo stesso dal rincaro del petrolio e dalla debolezza della moneta svizzera, nel 1980 la Banca nazionale si decise in favore di una politica monetaria più restrittiva di quella che aveva prospettato all'epoca della fissazione dell'obiettivo, di modo che nel 1980 la crescita della base monetaria non raggiunse il tasso prefissato del 4%²⁴. Un secondo fattore contribuisce a spiegare le ragioni per cui la progressione di questo aggregato sia risultata inferiore all'obiettivo. L'abolizione delle ultime misure per arginare l'afflusso di fondi esteri (divieto di remunerazione dei depositi e applicazione di un interesse negativo) aveva provocato un imprevisto calo della domanda di banconote di grosso taglio che i non residenti detenevano nell'intento di aggirare queste restrizioni. Per il 1981 la Banca nazionale scelse un obiettivo «leggermente superiore» all'espansione monetaria programmata a più lungo termine, giustificando tale decisione con le particolari incertezze che permeavano le prospettive economiche internazionali²⁵. Tuttavia, la lotta all'inflazione non aveva ancora dato i suoi frutti: il rincaro dei prezzi, dovuto sia alla situazione congiunturale più favorevole in Svizzera che all'estero sia al deprezzamento del franco²⁶, si rivelò infatti più persistente del previsto. Di conseguenza, la politica monetaria dovette nuovamente assumere un orientamento più restrittivo di quello che era stato scontato all'inizio. Tenuto conto di queste circostanze, per il secondo anno consecutivo la Banca nazionale non fu in grado di raggiungere l'obiettivo di crescita monetaria. In ogni caso, a partire dal 1982 l'inflazione cominciò finalmente a decelerare.

Per gli anni dal 1982 al 1985, la Banca nazionale ridusse dal 4% al 3% l'obiettivo annuo di crescita monetaria, avvicinandolo progressivamente al tasso del 2% che considerava appropriato a medio termine. A partire dal 1986 l'obiettivo fu fissato al 2%. Nel complesso, il grado di osservanza di questi obiettivi nel periodo 1982–1986 fu relativamente soddisfacente. Rispetto

23 Cfr. Kugler e Rich (2002), p. 247.

24 BNS, 73° *Rapport de gestion* 1980, pp. 8, 25.

25 BNS, 73° *Rapport de gestion* 1980, p. 9.

26 BNS, 74° *Rapporto di gestione* 1981, sunto, p. 7.

Tabella 4.1

Obiettivi monetari e crescita effettiva della moneta della banca centrale

| Anno | Aggregato | Obiettivo ¹ | Crescita effettiva ¹ | IPC ¹ |
|------|-----------|------------------------|---------------------------------|------------------|
| 1980 | MC | 4 ² | 2,0 ² | 4,0 |
| 1981 | MCR | 4 | -0,5 | 6,5 |
| 1982 | MCR | 3 | 2,6 | 5,7 |
| 1983 | MCR | 3 | 3,6 | 3,0 |
| 1984 | MCR | 3 | 2,6 | 2,9 |
| 1985 | MCR | 3 | 2,2 | 3,4 |
| 1986 | MCR | 2 | 2,0 | 0,8 |
| 1987 | MCR | 2 | 2,9 | 1,4 |
| 1988 | MCR | 3 | -3,9 | 1,9 |
| 1989 | MCD | 2 ³ | -1,9 ³ | 3,2 |
| 1990 | MCD | 2 ⁴ | -2,6 ⁴ | 5,4 |

MC: moneta della banca centrale (o base monetaria)

MCR: moneta della banca centrale rettificata, ossia depurata dei crediti di fine periodo

MCD: moneta della banca centrale destagionalizzata

IPC: indice dei prezzi al consumo

- 1 Variazione annua in percento.
- 2 L'obiettivo e la crescita effettiva per il 1980 si riferiscono all'espansione di MC a metà novembre 1980 rispetto al suo livello di metà novembre 1979²⁷. Dal 1981 al 1988, l'obiettivo e la crescita effettiva di MCR si riferiscono alla media aritmetica dei dodici tassi di crescita mensili di questo aggregato rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente²⁸.
- 3 L'obiettivo e la crescita effettiva di MCD per il 1989 si riferiscono alla media aritmetica dei dodici tassi di crescita mensili di questo aggregato, ciascuno calcolato rispetto al livello medio della MCD dell'ultimo trimestre 1988, annualizzato e centrato sul mese di novembre.
- 4 L'obiettivo e la crescita effettiva di MCD per il 1990 si riferiscono alla media del quarto trimestre 1990 rispetto al quarto trimestre 1989.

Fonte: BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni).

all'evoluzione osservata nel 1981, l'obiettivo prescelto per il 1982 rappresentava un allentamento della politica monetaria. La Banca nazionale lo ritenne opportuno in considerazione dell'andamento sostenuto mostrato dal franco verso la fine del 1981 e all'inizio dell'anno seguente, ma anche dell'offuscarsi delle prospettive congiunturali in Svizzera²⁹. Il superamento dell'obiettivo monetario nel 1983 fu tollerato in ragione degli interventi effettuati sui mercati dei cambi, mentre lo scostamento per difetto registrato nel 1984 risultò da una crescita delle banconote in circolazione inferiore alle previsioni, che

27 BNS, *73° Rapporto de gestion 1980*, p. 25; Rich (2003), p. 26.

28 Cfr. Rich e Béguelin (1985), p. 89.

29 BNS, *75° Rapporto di gestione 1982*, sunto, p. 8.

non fu compensata dalla Banca nazionale mediante un aggiustamento delle disponibilità in conto giro. Essa consentiva in tal modo una correzione verso l'alto dei tassi di interesse del mercato monetario, del resto giustificata dalla ripresa congiunturale e considerata opportuna nell'ottica della lotta all'inflazione³⁰. L'obiettivo per il 1985 rimase invariato al 3%. In effetti, non era facile prevedere le ripercussioni sull'evoluzione congiunturale svizzera del netto rallentamento che caratterizzava allora la crescita negli Stati Uniti. Nondimeno, a partire dai primi mesi del 1985 tutti gli indicatori segnalavano una vigorosa crescita economica che consentì alla Banca nazionale di impartire un orientamento leggermente più restrittivo alla propria politica monetaria, confermato dalla riduzione al 2% dell'obiettivo di crescita della base monetaria rettificata per il 1986³¹. E fu in quell'anno che, con un tasso di inflazione ridisceso all'0,8%, venne ripristinata la stabilità dei prezzi, una situazione che sarebbe perdurata fino al 1988.

Perseguendo una politica monetaria nettamente più restrittiva del previsto nel 1980 e 1981 e, in minor misura, nel 1984 e 1985, la Banca nazionale aveva considerato prioritario il ripristino della stabilità dei prezzi a scapito del rigoroso rispetto degli obiettivi monetari. Per non pregiudicare la propria credibilità, essa spiegò le ragioni di questi scostamenti in una serie di pubblicazioni, ribadendo al tempo stesso che l'applicazione della regola monetaria non doveva essere interpretata in modo dogmatico³².

Nell'insieme, la fissazione di obiettivi annui per la crescita della moneta della banca centrale rettificata si rivelò un'esperienza positiva. Sostituendosi a M_1 nel 1980, questo aggregato più ristretto permise di riportare sotto controllo un'inflazione, il cui aumento era stato in gran parte predeterminato, e pertanto di indicare alla Banca nazionale la direzione da seguire per reinstaurare la stabilità dei prezzi.

A partire dal 1989, tuttavia, l'inflazione riprese ad aumentare fino a raggiungere il 5,8% nel 1991. È generalmente riconosciuto in Svizzera che la politica monetaria agisce sul livello dei prezzi con uno sfasamento temporale di circa tre anni. L'inflazione degli anni 1989–1992 deve dunque avere avuto le sue origini in una creazione monetaria eccessiva nel periodo 1986–1989. Come ha potuto verificarsi un simile sconfinamento? È dipeso dalla scelta della base monetaria come aggregato di obiettivo? E per quali ragioni il pericolo non è stato avvertito in tempo?

30 BNS, 76° *Rapporto di gestione* 1983, sunto, p. 10; BNS, 77° *Rapporto di gestione* 1984, sunto, p. 7.

31 BNS, 78° *Rapporto di gestione* 1985, sunto, p. 8.

32 Cfr. Kohli e Rich (1986), p. 925.

Un periodo di transizione: 1986–1990

Dalla metà del 1986 la Banca nazionale aveva approvvigionato le banche commerciali di liquidità addizionale in concomitanza con le scadenze mensili³³. Nei mesi precedenti, la domanda di mezzi liquidi da parte delle banche per far fronte agli obblighi legali aveva causato aumenti temporanei ma rilevanti dei tassi di interesse, saliti fino a toccare livelli dell'ordine del 125%. Per contrastare questo fenomeno, la Banca nazionale adottò una condotta più flessibile, che contribuì a far salire il tasso annuo di crescita degli averi in conto giro da una media del 2,9% in occasione delle prime sei scadenze del 1986 al 6,1% nell'arco delle sei ultime scadenze³⁴, con conseguente flessione dei tassi a breve nel secondo semestre. Nonostante questi effetti di liquidità, nel 1986 l'obiettivo annuo di espansione della base monetaria rettificata fu centrato con grande precisione. Alla fine di quell'anno la BNS annunciò l'intenzione di mantenere anche per il 1987 l'orientamento che aveva impartito alla politica monetaria nel 1985 e 1986 e che avrebbe assicurato condizioni favorevoli a una crescita economica senza inflazione³⁵. Malauguratamente gli eventi decisero in altro modo.

In effetti, nel 1987 numerosi avvenimenti ostacolarono le intenzioni della Banca nazionale. Nel primo trimestre, la rapida caduta del dollaro e le incertezze che ne derivarono indussero la BNS a non ridurre la liquidità bancaria, malgrado l'aumento più sostenuto del previsto delle banconote in circolazione. Questa scelta fu motivata dal timore che un rialzo dei tassi sul mercato monetario rafforzasse l'apprezzamento del franco. Nel secondo semestre, tuttavia, la vigorosa ripresa del commercio mondiale determinò un aumento impreveduto delle esportazioni – nonostante la perdurante forza del franco – che diede impulso all'attività economica, colmando verso la fine dell'anno il margine di sottoimpiego del potenziale produttivo. Dopo il crollo borsistico dell'ottobre 1987, la Banca nazionale, così come altre banche centrali, accrebbe temporaneamente il volume dei mezzi liquidi, e ciò spiega lo sconfinamento in quell'anno dell'obiettivo di crescita monetaria.

Per sottolineare la propria intenzione di mantenere una condotta flessibile in un contesto economico particolarmente incerto, la Banca nazionale decise di fissare per il 1988 un obiettivo di crescita del 3% della base monetaria rettificata³⁶. Con l'inizio dell'anno, due innovazioni tecniche influenzarono fortemente la domanda di moneta della banca centrale. Anzitutto, a metà 1987 era

33 BNS, 79° *Rapporto di gestione 1986*, sunto, p. 8.

34 BNS, 79° *Rapporto di gestione 1986*, sunto, p. 8.

35 BNS, 79° *Rapporto di gestione 1986*, sunto, p. 9.

36 BNS, 80° *Rapporto di gestione 1987*, sunto, p. 9.

stato introdotto in Svizzera un nuovo sistema elettronico di pagamenti interbancari (*Swiss Interbank Clearing* o SIC), che da allora in avanti avrebbe permesso alle banche commerciali di ridurre drasticamente il loro fabbisogno di liquidità per lo stesso volume di pagamenti (cfr. 5.2.3). In secondo luogo, la revisione delle prescrizioni in materia di liquidità, entrata in vigore il 1° gennaio 1988, autorizzando le banche a detenere meno averi in conto giro presso l'istituto di emissione, pose fine alla volatilità estrema dei tassi di interesse alle scadenze mensili (cfr. 4.6.2). Il sistema bancario impiegò un certo tempo per adeguarsi a queste innovazioni, cosicché la domanda di disponibilità in conto giro – e quindi la domanda di moneta della banca centrale – si ridusse solo gradualmente. Benché consapevole dei motivi all'origine del calo della domanda di moneta all'epoca della fissazione dell'obiettivo per il 1988³⁷, la Banca nazionale fu sorpresa dalla sua ampiezza. Questa situazione rese temporaneamente inutilizzabile la moneta della banca centrale come indicatore e determinò a partire dal gennaio 1988 una significativa flessione dei tassi di interesse a breve termine. Privata del suo principale parametro di riferimento, la BNS accettò scostamenti successivi della domanda di moneta della banca centrale, al punto che quell'aggregato si mantenne nettamente al di sotto dell'obiettivo di crescita prefissato. Va fatto notare al riguardo che l'obiettivo del 3% per il 1988 avrebbe dovuto rivestire una funzione diversa da quella degli anni precedenti, ossia rispecchiare il corso della politica monetaria seguito dalla Banca nazionale in situazione di stabilità della domanda di moneta³⁸. Basandosi sull'andamento dei tassi di interesse per orientare la propria politica durante quel periodo perturbato, la BNS cercò di evitare di sommergere i mercati finanziari di liquidità. Essa riassorbì gradualmente la liquidità eccedente, inducendo una progressiva risalita dei tassi a breve, che a metà 1988 avevano recuperato il livello di fine 1987. La BNS non si preoccupò eccessivamente del forte calo dei rendimenti intervenuto sul mercato monetario all'inizio del 1988, data la scarsa reazione dei tassi a lungo termine. I mercati finanziari mostravano in tal modo di aver interpretato correttamente questi shock di liquidità, giudicandoli un fenomeno puramente transitorio.

Nondimeno, considerando l'andamento del credito e degli aggregati monetari di definizione più ampia, la creazione monetaria era stata cospicua già prima del 1987. Nel 1986 l'espansione del credito bancario aveva raggiunto il 9,1% in termini reali e quella dell'aggregato M_3 il 6,2%. La Banca nazionale, tuttavia, faceva limitato affidamento su questi indicatori, ritenuti instabili e

37 BNS, *80° Rapporto di gestione 1987*, sunto, p. 9.

38 Cfr. Rich (1990a), p. 555.

quindi suscettibili di trasmettere segnali erronei. Il suo scetticismo era probabilmente giustificato, tenuto conto degli elementi di informazione di cui disponeva a quell'epoca. Di fatto, le funzioni di domanda per quegli aggregati segnalavano problemi di stabilità allorché i relativi parametri venivano stimati sulla base dei dati disponibili fino al 1987³⁹.

Nonostante la normalizzazione dei tassi di interesse sul mercato monetario nel corso del 1988, la Banca nazionale non riuscì a neutralizzare in tempo gli effetti dell'eccessiva creazione monetaria in una situazione congiunturale di «presurriscaldamento»⁴⁰. A partire dal 1989 l'inflazione cominciò dunque a crescere. Per contrastare questo andamento, la Banca nazionale continuò a ridurre l'offerta di liquidità, contribuendo in tal modo a far salire i rendimenti a breve dal 3,8% nel luglio 1988 al 9,5% nel gennaio 1990.

La situazione economica allora esistente in Germania rendeva più difficile la conduzione della politica monetaria elvetica. Il rialzo dei tassi di interesse nella Repubblica federale, riconducibile in parte agli effetti della riunificazione, indeboliva l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria attraverso il canale del tasso di cambio. Ne risultò un arretramento del franco nonostante l'ascesa dei tassi in Svizzera. Dall'autunno del 1990, tuttavia, la Banca nazionale tentò di allentare leggermente il grado di restrizione monetaria. Oltre all'accresciuta attrattiva del franco come moneta rifugio dopo lo scoppio della crisi del Golfo, che consentiva una simile manovra, vi era la consapevolezza da parte della BNS del rischio inerente al fatto, sempre più palese, che la congiuntura aveva ormai raggiunto il punto di svolta superiore⁴¹. Poiché la manovra era prematura, la reazione dei mercati dei cambi fu rapida. Il franco tornò a deprezzarsi, convincendo la Banca nazionale a desistere dal modificare il corso restrittivo della propria politica monetaria. Nel 1990 la crescita della moneta della banca centrale fu dunque negativa (-2,6%).

Sebbene la Banca nazionale avesse adattato le modalità di calcolo degli obiettivi per tener conto dei cambiamenti strutturali intervenuti nel 1988, la crescita monetaria risultò nettamente inferiore agli obiettivi fissati per il 1989 e il 1990. Va notato anche che gli obiettivi per questi due anni erano stati fissati in termini di moneta della banca centrale destagionalizzata, e non più rettificata, dato che dopo la revisione delle prescrizioni sulla liquidità quest'ultima definizione era ormai obsoleta.

39 Cfr. Peytrignet (1996a); Peytrignet e Stahel (1998).

40 BNS, *81° Rapporto di gestione 1988*, sunto, p. 12.

41 BNS, *83° Rapporto di gestione 1990*, sunto, pp. 9 segg.

Oltre alla temporanea sospensione, tra il 1988 e il 1990, della moneta della banca centrale come indicatore principale della politica monetaria e il ricorso ai rendimenti del mercato monetario come grandezza di riferimento complementare⁴², le conseguenze durature di questi shock furono una revisione della strategia monetaria della Banca nazionale e il passaggio a un sistema più flessibile. Alcuni osservatori si chiesero a quell'epoca se non sarebbe stato più opportuno, in una fase così perturbata, che l'istituto di emissione fissasse un obiettivo di cambio. Secondo taluni economisti «il livello dei tassi di interesse e dell'inflazione sarebbe oggi inferiore, se la Banca nazionale avesse perseguito una politica incentrata sul tasso di cambio anziché sulla massa monetaria dopo l'introduzione nel 1987 del Sistema di clearing interbancario (SIC)»⁴³. Questa affermazione fu confutata dall'economista capo della BNS secondo il quale «se la Banca nazionale avesse fatto ricorso alla strategia proposta, l'ascesa dei tassi di interesse sul mercato monetario svizzero sarebbe stata con ogni probabilità della stessa ampiezza di quella osservata. Inoltre, l'inflazione sarebbe aumentata più di quanto indicato dalle simulazioni» menzionate nell'articolo da cui è tratta la citazione precedente⁴⁴.

4.3.3 *Obiettivi pluriennali in termini di moneta della banca centrale destagionalizzata: 1991–1999*

Dopo il mancato conseguimento dell'obiettivo monetario intermedio nell'arco di diversi anni, la Banca nazionale si vide costretta a rivedere la propria strategia di politica monetaria, pur rimanendo della convinzione che la moneta della banca centrale sarebbe tornata a stabilizzarsi nel momento in cui il sistema bancario avesse assimilato appieno le innovazioni intervenute alla fine degli anni ottanta. Decise pertanto di mantenere questo aggregato come obiettivo in considerazione della sua minore reattività alle variazioni dei tassi di interesse rispetto a M_1 o M_3 ⁴⁵. Era tuttavia necessario introdurre un maggior grado di flessibilità, e ciò per diverse ragioni⁴⁶.

1. L'esperienza degli anni ottanta aveva dimostrato che una strategia basata su obiettivi annui di crescita monetaria mal si adattava agli shock che investono un paese di modeste dimensioni e di grande apertura verso l'esterno. Si doveva quindi perseguire una strategia che consentisse alla politica monetaria una flessibilità sufficiente ad assorbire questi shock,

42 BNS, 82° *Rapporto di gestione 1989*, sunto, p. 13.

43 Cfr. Capitelli e Buomberger (1990), p. 551.

44 Cfr. Rich (1990a), p. 565.

45 BNS, 83° *Rapporto di gestione 1990*, sunto, p. 11.

46 Cfr. Peytrignet (2000), p. 240.

senza entrare necessariamente in conflitto con il perseguimento dell'obiettivo intermedio.

2. Le innovazioni finanziarie e tecnologiche (in particolare, l'accresciuto impiego di mezzi di pagamento diversi dal contante) potevano destabilizzare la domanda relativa agli aggregati in senso stretto, come la moneta della banca centrale, contrastando a loro volta il conseguimento dell'obiettivo monetario annuo.
3. Infine, l'incidenza degli averi in conto giro nella composizione della moneta della banca centrale era diminuita sensibilmente, passando dal 25% prima dell'introduzione del SIC e delle nuove prescrizioni di liquidità a meno del 9% dopo tali cambiamenti. Pertanto, con una base monetaria composta per oltre nove decimi dalle banconote in circolazione, un problema già esistente prima delle innovazioni era destinato ad accentuarsi. Quantunque possibile sull'orizzonte di un anno, la compensazione dei movimenti della domanda di banconote attraverso una variazione di uguale ampiezza nell'offerta di averi in conto giro avrebbe certamente accresciuto la volatilità dei tassi di interesse sul mercato monetario, con il pericolo di indurre oscillazioni indesiderate del tasso di cambio del franco⁴⁷.

La Banca nazionale decise pertanto di fissare per il 1991 e gli anni seguenti un obiettivo pluriennale in termini di moneta della banca centrale stagionalizzata. Nell'optare per una simile soluzione, essa manteneva un orientamento monetario a medio termine, accettando al tempo stesso un minor controllo a breve di questo aggregato. Nella stessa occasione, abbassò dal 2% all'1% il tasso annuo di crescita della variabile di obiettivo. Questa riduzione non esprimeva la volontà di perseguire una politica monetaria più restrittiva: piuttosto, le innovazioni introdotte nel sistema dei pagamenti avevano rallentato il ritmo tendenziale di crescita della domanda di banconote, ed era aumentata la sua quota nella composizione della base monetaria, rendendo così necessario ridurre leggermente l'espansione programmata a medio termine per la moneta della banca centrale stagionalizzata⁴⁸. Un aumento medio annuo dell'1% di questo aggregato sarebbe bastato ad assicurare una crescita dell'economia del 2% in media, senza compromettere la stabilità dei prezzi implicitamente definita (1%) nel calcolo dell'obiettivo.

Trattandosi di un obiettivo pluriennale, inizialmente la BNS non annunciò un orizzonte temporale preciso, limitandosi a indicare un ordine

47 Cfr. Peytrignet e Schwarz (1990), pp. 4 segg.

48 BNS, 83° *Rapporto di gestione 1990*, sunto, pp. 11 segg.

di grandezza da tre a cinque anni⁴⁹. Tale obiettivo si riferiva alla media dei tassi di crescita della base monetaria destagionalizzata nell'ultimo trimestre di ciascun anno rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Alla fine di ogni anno la BNS pubblicava una previsione di crescita di questo aggregato per l'anno successivo, previsione correlata al tasso medio prefissato dell'1%. Ad esempio, nel Rapporto di gestione del 1991 si legge: «Nel 1992, l'espansione della base monetaria destagionalizzata sarà probabilmente un poco superiore all'obiettivo a medio termine dell'1%, come nel 1991»⁵⁰. Questo annuncio aveva carattere segnaletico, mirando a informare i mercati finanziari sull'evoluzione probabile dell'aggregato di riferimento nell'anno seguente e non andava quindi interpretato come un obiettivo annuo di crescita monetaria. Al fine di aumentare la trasparenza della sua azione in corso d'anno, la Banca nazionale decise inoltre di pubblicare una proiezione trimestrale dell'andamento della moneta della banca centrale destagionalizzata. Anche questa previsione era destinata a fornire un'indicazione ai mercati finanziari e non andava a sua volta interpretata come un obiettivo monetario.

Sempre nell'ottica di una maggiore trasparenza, la Banca nazionale pubblicò a partire dal marzo 1993 un grafico che rappresentava il sentiero di crescita a medio termine dell'aggregato di riferimento (figura 4.2). Esso mostrava l'itinerario ideale che la base monetaria destagionalizzata avrebbe dovuto seguire in un contesto di stabilità dei prezzi e di crescita reale dell'economia costantemente corrispondente al suo potenziale. Il sentiero di crescita a medio termine doveva quindi consentire una migliore valutazione dell'andamento effettivo della moneta della banca centrale rispetto all'itinerario ideale rappresentato dal grafico⁵¹. Con la pubblicazione di questo grafico nel Bollettino trimestrale del marzo 1993 e nel Rapporto di gestione del 1992, la BNS ragguagliava il pubblico su tre elementi: il sentiero delineato presentava una pendenza fissata all'1%, il suo punto di partenza era l'ultimo trimestre del 1989 e il periodo di validità si estendeva su quattro anni, ossia da fine 1989 a fine 1993. Per contro, il grafico pubblicato nel Rapporto di gestione del 1993 copriva un periodo di cinque anni, da fine 1989 a fine 1994.

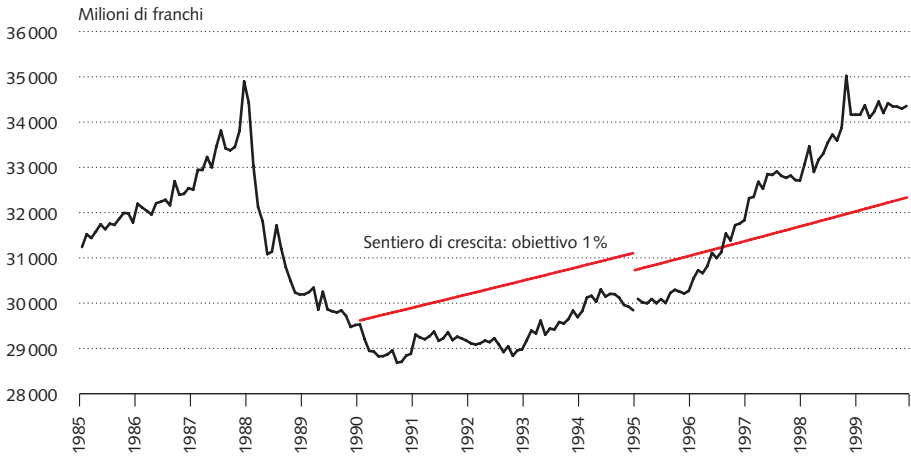
Scegliendo retroattivamente il quarto trimestre 1989 come punto di partenza per il sentiero di riferimento, la Banca nazionale lo posizionava nel 1993 decisamente al di sopra del corso seguito dalla moneta della banca centrale tra il 1990 e il 1992. Con ciò, essa teneva conto del fatto che la politica

49 BNS, *84° Rapporto di gestione 1991*, sunto, p. 9.

50 BNS, *84° Rapporto di gestione 1991*, sunto, p. 12.

51 BNS (1993), p. 57.

Figura 4.2
Moneta della banca centrale (o base monetaria) destagionalizzata



Fonte: BNS, *Bulletin mensuel* risp. *Bulletin mensuel de statistiques économiques* (vari anni).

monetaria era stata molto restrittiva nel 1989 e nel 1990 e che l'economia si muoveva ormai al di sotto del suo potenziale di crescita. Era quindi necessaria una fase di recupero prima di ritornare sul sentiero prefissato, per evitare che la normalizzazione delle condizioni monetarie reali esercitasse pressioni negative sul livello generale dei prezzi. Vi era un'altra ragione per cui nel dicembre 1992 era parso opportuno scegliere la fine dell'anno 1989 come punto di partenza del sentiero di crescita a medio termine: poiché gli adeguamenti al SIC e alle nuove prescrizioni sulla liquidità erano teoricamente conclusi, la BNS riteneva allora di aver riassorbito la maggior parte della liquidità in eccesso derivante dalla politica monetaria espansiva seguita nel 1987 e agli inizi del 1988⁵².

Con un aumento dell'1,4% nel 1991, l'evoluzione della base monetaria destagionalizzata era conforme alle aspettative della BNS, ossia superiore al tasso programmato a medio termine. Fu solo a metà 1992, quando il rincaro dei prezzi in Svizzera segnò una netta flessione e il sistema monetario europeo entrò in crisi, facendo cessare le pressioni al ribasso sul franco, che la Banca nazionale fu in grado di allentare con successo le redini monetarie⁵³. Ciononostante, in quell'anno la crescita dell'aggregato di riferimento risultò negativa (-1%), principalmente per effetto di una riduzione della domanda

52 BNS, *85° Rapporto di gestione 1992*, sunto, p. 9; cfr. Rich (1997b) p. 32.

53 BNS, *85° Rapporto di gestione 1992*, sunto, p. 11.

Tabella 4.2

Obiettivo pluriennale e crescita effettiva della moneta della banca centrale destagionalizzata (MCD)

| Anno | Aggregato | Obiettivo ¹ | Crescita effettiva ¹ | IPC ¹ |
|------------------------|-----------|------------------------|---------------------------------|------------------|
| 1990 | MCD | 1,0 | -2,6 ² | 5,4 |
| 1991 | MCD | 1,0 | 1,4 ² | 5,9 |
| 1992 | MCD | 1,0 | -1,0 ² | 4,0 |
| 1993 | MCD | 1,0 | 2,8 ² | 3,3 |
| 1994 | MCD | 1,0 | 0,6 ² | 0,9 |
| 1990–1994 ³ | | 1,0 | 0,2 | |

1 Variazione annua in percento.

2 Tasso di variazione calcolato sul quarto trimestre dell'anno in corso rispetto al quarto trimestre dell'anno precedente.

3 Media.

Fonte: BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni)

di banconote. Tale flessione si spiegava con l'andamento congiunturale e l'indirizzo molto restrittivo della politica monetaria durante il primo semestre dell'anno, i cui effetti si trasmisero con ritardo alla domanda di banconote per il tramite dell'aumento dei rendimenti sui conti di risparmio. Nel 1993, infine, la crescita dell'aggregato di riferimento raggiunse il 2,8%, rispecchiando l'allentamento della politica monetaria cui mirava da tempo la BNS.

Tra la fine del 1992 e la metà del 1994 la base monetaria si avvicinò – come auspicato – al suo sentiero di crescita a medio termine, senza tuttavia raggiungerlo. La situazione mutò radicalmente nel secondo semestre del 1994, durante il quale la domanda di questo aggregato si ridusse⁵⁴. La Banca nazionale reagì a questo cambiamento consentendo ai tassi di interesse di calare sul mercato monetario, ma l'arretramento fu modesto. I timori di una recrudescenza dell'inflazione con l'entrata in vigore nel gennaio 1995 dell'imposta sul valore aggiunto (IVA), le previsioni di una rapida ripresa congiunturale nel 1995 e il rialzo dei rendimenti sui mercati dei capitali in Svizzera e all'estero, che segnalava forse un rafforzamento delle aspettative inflazionistiche, avevano reso la Banca nazionale alquanto prudente. Di conseguenza, negli ultimi mesi del 1994 lo scostamento della moneta della banca centrale destagionalizzata dal suo sentiero di crescita si era accentuato, facendo supporre che la politica monetaria fosse diventata troppo restrittiva. In seguito,

54 BNS, *87° Rapporto di gestione 1994*, sunto, p. 10.

Georg Rich sostenne l'opinione che la reazione moderata della Banca nazionale di fronte al forte apprezzamento del franco fu un errore⁵⁵.

Il primo periodo di applicazione di un obiettivo monetario pluriennale si concluse nel dicembre del 1994. Il bilancio era incerto: da un lato, era stata ripristinata la stabilità dei prezzi e ridotta l'inflazione a meno dell'1%; dall'altro, la Banca nazionale aveva mancato nettamente il suo obiettivo intermedio, con un tasso di crescita della moneta della banca centrale stagionalizzata pari allo 0,2% nella media dei cinque anni e uno scarto del 4%, misurato sull'ultimo trimestre del 1994, rispetto al suo sentiero di crescita. Questo scostamento originava essenzialmente dal fatto che era parso necessario mantenere un indirizzo restrittivo più a lungo di quanto inizialmente previsto. Si trattava infatti di contrastare un'inflazione particolarmente resistente, alimentata da una tendenza cronica all'indebolimento del franco durante la prima parte del decennio. Lo scarto si spiegava anche con l'adeguamento progressivo della domanda di liquidità delle banche alle innovazioni del 1988. Nel 1991 le banche furono ancora in grado di ridurre sensibilmente la loro domanda di disponibilità presso l'istituto di emissione grazie a una migliore gestione della liquidità⁵⁶. Il rallentamento della domanda di banconote da parte del pubblico, dovuto all'accresciuto impiego di mezzi di pagamento scritturali a partire dagli inizi degli anni novanta, rappresentò certamente un fattore addizionale che influì sulla domanda di moneta della banca centrale⁵⁷. Infine, da parte di alcuni osservatori è stato fatto anche notare che il sentiero di crescita a medio termine era stato forse fissato a un livello troppo alto⁵⁸. Nondimeno, questi diversi shock non destabilizzarono la domanda a lungo termine di base monetaria al punto da indurre la stessa BNS a mettere in discussione la propria strategia monetaria.

La conclusione che si può trarre da questo bilancio è che nel corso di quel quinquennio la Banca nazionale considerò prioritario il ripristino della stabilità dei prezzi piuttosto che il rispetto dell'obiettivo monetario intermedio. In ogni caso, indicando chiaramente la via da seguire per regolare l'offerta di moneta a medio termine e quindi per ristabilire condizioni monetarie normali dopo la fase restrittiva agli inizi degli anni novanta, il sentiero di crescita svolse l'utile ruolo di indicatore e di linea guida postulato dalla regola monetaria.

Nel dicembre 1994 la Banca nazionale decise di confermare il principio di un obiettivo pluriennale, definito in funzione della moneta della banca

55 Cfr. Rich (2003), p. 6.

56 BNS (1994), p. 267.

57 Cfr. Peytrignet (1996b), pp. 23 segg.; BRI (1996).

58 Cfr. Genberg e Kohli (1997).

centrale destagionalizzata, e fissò un nuovo obiettivo applicabile al periodo 1995–1999⁵⁹. Per considerare l’influsso dei summenzionati fattori sulla domanda di moneta, nonché dell’introduzione dell’IVA nel gennaio 1995, la BNS decise di spostare verso il basso, di un importo netto pari a 0,4 miliardi di franchi, il sentiero di crescita a medio termine⁶⁰, mantenendone tuttavia il punto di partenza al di sopra del livello effettivo che la base monetaria destagionalizzata aveva raggiunto nel gennaio 1995, in modo da poter ristabilire condizioni monetarie neutre nel corso degli anni seguenti. Posto che «bisognerà tener conto anche in futuro di eventuali oscillazioni inattese della domanda di moneta, legate ad esempio a innovazioni nelle operazioni di pagamento», la Banca nazionale indicava che si sarebbe riservata il diritto di riesaminare «periodicamente sia l’affidabilità della base monetaria quale grandezza di riferimento per la politica monetaria sia il sentiero di crescita» e che avrebbe osservato attentamente anche «l’evoluzione di altri aggregati monetari»⁶¹.

Per informare i mercati finanziari in merito al corso di politica monetaria che intendeva seguire a breve termine, la Banca nazionale continuò a pubblicare una previsione trimestrale di crescita della base monetaria destagionalizzata e, a fine anno, un’indicazione sull’evoluzione di questo aggregato nell’anno seguente.

Nel gennaio 1995 vi fu un’interruzione nella serie di dati riguardanti la moneta della banca centrale destagionalizzata (figura 4.2). Da allora gli averi in conto giro sono costituiti esclusivamente da depositi delle banche residenti in Svizzera, mentre in precedenza comprendevano anche i depositi di alcuni istituti non soggetti alla legge federale sulle banche e sulle casse di risparmio. Quello stesso anno i tassi di variazione annua dell’aggregato di riferimento furono stabiliti sulla base dei dati rettificati del 1994 e pubblicati nel Bollettino mensile della BNS del febbraio 1995⁶².

Nel dicembre del 1994 la Banca nazionale aveva prospettato di riavvicinare la base monetaria destagionalizzata al suo sentiero di crescita a medio termine inducendo un aumento annuo del 2% circa di questo aggregato nel 1995⁶³. Quantunque le condizioni economiche divergessero allora nettamente da quanto era stato anticipato – poiché il franco si era apprezzato del 7,2%, mentre sia l’inflazione sia l’attività economica erano in calo – l’aggregato

59 BNS, 87° *Rapporto di gestione 1994*, sunto, p. 12.

60 BNS (1994), p. 268.

61 BNS, 87° *Rapporto di gestione 1994*, sunto, p. 13.

62 BNS, 88° *Rapporto di gestione 1995*, sunto, p. 13; BNS, *Bulletin mensuel*, febbraio 1995, p. VII.

63 BNS, 87° *Rapporto di gestione 1994*, sunto, p. 13.

segnò un aumento dell'1,4% in quell'anno. Sul mercato monetario i tassi di interesse passarono dal 4% al 2% circa, evoluzione che fu convalidata da un abbassamento del tasso di sconto in quattro tappe.

Nel 1996 l'aggregato monetario aumentò a un ritmo nettamente superiore all'1%. Sebbene questo andamento fosse stato preannunciato nel dicembre del 1995, l'ampiezza di tale progressione superò le aspettative. Le cause vanno ricercate in un nuovo problema di stabilità dell'aggregato obiettivo e in una politica monetaria resa più espansiva del previsto da un inatteso indebolimento della congiuntura e dalla conseguente necessità di contrastare le tendenze deflazionistiche innescate dalla forza del franco. Già nel mese di agosto la moneta della banca centrale destagionalizzata oltrepassò il sentiero di crescita a medio termine, mentre era stato semplicemente previsto un suo avvicinamento nel corso di quell'anno⁶⁴.

Dal punto di vista della strategia monetaria, la variabile di obiettivo subì due nuovi shock strutturali, il primo a metà 1996 e il secondo agli inizi del 1997. Nel 1996 numerose banche avevano modificato il loro comportamento in materia di liquidità, aumentando le proprie disponibilità presso la Banca nazionale a scapito dei depositi sui conti correnti postali e provocando in tal modo un incremento della domanda di moneta che la BNS assecondò per evitare un rialzo dei tassi di interesse particolarmente indesiderato in presenza di una situazione congiunturale sfavorevole⁶⁵. Nel 1997 le banconote in circolazione registrarono una forte crescita, di gran lunga superiore a quella indotta dal calo dei rendimenti sui conti di risparmio conseguente all'adozione di una politica monetaria più espansiva. L'aumento riguardava soprattutto i biglietti di grosso taglio⁶⁶. L'effetto congiunto di questi shock influi sulla moneta della banca centrale in modo tale che questo aggregato sovrastimò nettamente il grado di espansione della politica monetaria condotta dalla BNS negli anni seguenti (figura 4.2). Di fronte alle incertezze legate all'interpretazione dei segnali provenienti dall'aggregato di riferimento, la Banca nazionale annunciò nel 1997 che avrebbe fatto maggiore ricorso a indicatori supplementari, ossia agli aggregati in senso ampio, e in particolare a M_3 ⁶⁷.

La Banca nazionale rinunciò temporaneamente a una modifica più radicale della propria strategia; l'avvento dell'Unione economica e monetaria europea era destinato infatti a influire profondamente sul contesto monetario in Svizzera. Dal 1999 le valute di undici paesi europei, tra cui quelle dei paesi

64 BNS, 88° Rapporto di gestione 1995, sunto, p. 12.

65 BNS, 89° Rapporto di gestione 1996, p. 32.

66 BNS, 90° Rapporto di gestione 1997, p. 32.

67 BNS, 90° Rapporto di gestione 1997, p. 29.

confinanti, furono sostituite dall'euro. L'attesa di questa rivoluzione monetaria e la fragilità della congiuntura svizzera, ancora trainata a quell'epoca dalle sole esportazioni, convinsero la Banca nazionale a prestare crescente attenzione all'andamento dell'attività economica e del franco, tanto più in quanto la dinamica moderata di M_3 continuava a essere compatibile con la stabilità dei prezzi a medio termine e le turbolenze sui mercati finanziari asiatici, così come le crisi russa e brasiliana del 1998, esercitavano a loro volta un influsso nefasto sul clima congiunturale.

Pertanto, la Banca nazionale perseguì una politica espansiva fin quasi alla fine del decennio. Tra gennaio 1996 e settembre 1999 i tassi di interesse a 3 mesi si attestarono in media all'1,6%. Nei primi mesi del 1999 la BNS cercò di mantenere la massima stabilità possibile nel rapporto di cambio tra euro e franco. Il suo compito fu facilitato dall'analogo orientamento della congiuntura in Svizzera e nei paesi dell'area dell'euro. Nell'aprile 1999 la Banca nazionale abbassò il tasso di sconto dall'1% allo 0,5%, simultaneamente alla riduzione dei tassi ufficiali da parte della Banca centrale europea. A partire da settembre, la prospettiva di una rarefazione della liquidità al momento della scadenza di fine anno, influenzata certamente dal passaggio all'anno 2000 (il cosiddetto fenomeno «Y2K»), provocò un rialzo dei rendimenti su taluni depositi, che la Banca nazionale tollerò in quanto il rinvigorirsi dell'attività economica tendeva a rafforzare il rischio inflazionistico⁶⁸.

La strategia degli obiettivi a medio termine incentrati sulla moneta della banca centrale stagionalizzata fu abbandonata alla fine del 1999 e sostituita a partire dal gennaio 2000 con un nuovo approccio di politica monetaria elaborato nel corso dell'anno precedente.

4.3.4 Conclusioni

La strategia basata sugli obiettivi monetari intermedi, seguita nelle sue diverse versioni tra il 1980 e il 1999, ha consentito alla Banca nazionale di ottenere risultati nel complesso soddisfacenti. Grazie a un'interpretazione pragmatica di questi obiettivi, essa è riuscita a ripristinare la stabilità dei prezzi dopo gli accessi inflazionistici causati non solo dai massicci interventi sui mercati dei cambi nel 1978 e 1979 per contenere l'impennata del franco, ma anche da una politica monetaria divenuta troppo espansiva in presenza di una domanda di moneta della banca centrale in netto calo dal 1988. Questa strategia ha permesso altresì alla Svizzera di preservare l'autonomia e la credibilità della sua politica monetaria, contribuendo certamente a mantenere

68 BNS, 92° Rapporto di gestione 1999, p. 40.

i tassi di interesse svizzeri, sia a breve che a lungo termine, a un livello inferiore in media di 1,5–2 punti a quello dei corrispondenti tassi europei.

La politica monetaria seguita nell'arco di questo quarto di secolo ha consentito alla Svizzera di registrare un tasso medio di inflazione del 2,8% nel periodo che va dal 1975 al 2000. Questo risultato è senz'altro pregevole rispetto ai parametri internazionali, ma rappresenta pur sempre un livello più che doppio rispetto al tasso «desiderato» dell'1%, assunto nel calcolo degli obiettivi monetari. Secondo Rich, «il problema risiede nella risposta inadeguata della Banca nazionale a perturbazioni quali gli shock di cambio inattesi». Sulla scorta di un piccolo modello macroeconomico con aspettative razionali, Rich dimostra che, in presenza di sfasamenti tra creazione monetaria e inflazione, la Banca nazionale si trova a dovere fronteggiare un conflitto tra stabilità dei prezzi e della produzione a breve termine da un lato, e stabilità dei prezzi a lungo termine, dall'altro. In particolare, se la Banca nazionale avesse voluto reagire in modo ottimale a un cambiamento imprevisto nelle preferenze degli operatori in materia di attività finanziarie, essa avrebbe dovuto accettare una fortissima volatilità a breve termine del tasso di cambio per poter salvaguardare la stabilità dei prezzi a lungo termine⁶⁹.

D'altra parte, focalizzando la propria strategia su obiettivi intermedi in termini di moneta della banca centrale – aggregato di definizione molto ristretta – la Banca nazionale non ha forse prestato sufficiente attenzione all'espansione del credito e degli aggregati in senso ampio tra il 1986 e il 1987, che con grande probabilità contribuì ad alimentare una bolla immobiliare e una recrudescenza dell'inflazione. La lotta all'inflazione resa necessaria da quegli squilibri, così come il deterioramento della situazione seguito allo scoppio della bolla speculativa e le sue ripercussioni non solo sui bilanci delle imprese e delle banche ma anche sulla situazione finanziaria delle famiglie, contribuiscono a spiegare il fosco quadro congiunturale che caratterizzò gli inizi degli anni novanta (cfr. 4.1.2 e 4.2.2).

Nondimeno, si può affermare che l'impiego di un aggregato monetario come obiettivo intermedio – o più realisticamente come indicatore principale – della politica monetaria svizzera si è rivelato proficuo, consentendo di avere cognizione delle ripercussioni a lungo termine delle decisioni di politica monetaria.

69 Cfr. Rich (1997a), pp. 113, 140.

4.4 Il passaggio alla manovra dei tassi di interesse e alla previsione d'inflazione

THOMAS J. JORDAN E MICHEL PEYTRIGNET

4.4.1 *Motivi del cambiamento di strategia monetaria*

Nella seconda metà degli anni novanta, le alterazioni intervenute nella domanda di moneta della banca centrale avevano sollevato crescenti dubbi sulla idoneità di questo aggregato a fungere da obiettivo intermedio della politica monetaria. La reazione iniziale della Banca nazionale fu quella di impiegare la massa monetaria M_3 come indicatore supplementare⁷⁰. Poiché la domanda di base monetaria era divenuta manifestamente troppo instabile, nel novembre del 1998 la Direzione generale incaricò il 1° Dipartimento di procedere a un'approfondita revisione della strategia di politica monetaria della BNS e, se necessario, di elaborare una proposta per un nuovo approccio⁷¹.

Il gruppo di lavoro costituito a tal fine si occupò anzitutto di accertare in che misura una strategia di tipo monetarista basata su un obiettivo monetario intermedio fosse ancora adeguata. Secondo la teoria economica, una simile strategia sarebbe attuabile ove esistesse un aggregato monetario in grado di soddisfare i seguenti tre requisiti.

Primo, la domanda dell'aggregato monetario deve essere sufficientemente stabile da assicurare un chiaro nesso a lungo termine tra crescita monetaria e inflazione. Le ricerche del gruppo di lavoro confermarono che la moneta della banca centrale non soddisfaceva più questo requisito e che non era da prevedersi una sua prossima stabilizzazione. Per contro, vari studi econometrici avevano mostrato che negli anni ottanta e novanta gli aggregati di definizione più ampia erano rimasti relativamente stabili, nonostante le numerose innovazioni finanziarie e le mutate abitudini di pagamento⁷². In virtù della loro stabilità, gli aggregati ampi M_1 , M_2 o M_3 sarebbero stati sostanzialmente idonei come parametri di riferimento per la fissazione di un obiettivo intermedio, pur nella consapevolezza che la stabilità mostrata in passato non era altrettanto garantita per il futuro.

Secondo requisito: la banca centrale deve essere in grado di controllare l'aggregato monetario per poter esercitare l'influsso desiderato sull'inflazione. In realtà, gli aggregati ampi sono più difficili da controllare di quanto lo sia la base monetaria, il cui volume è per lo più stabilito dallo stesso istituto

70 BNS, *90° Rapporto di gestione 1997*, p. 32 e *91° Rapporto di gestione 1998*, p. 34.

71 BNS, verbale della Direzione generale (1998), 19 novembre, n. 488.

72 Cfr. Peytrignet (1996a), nonché Peytrignet e Stahel (1999).

di emissione come posta di bilancio. Le oscillazioni di M_1 , M_2 e M_3 rispecchiano non solo l'influsso della politica monetaria ma anche l'ammontare dei crediti erogati dalle banche alle famiglie e alle imprese, nonché la forma in cui questi due settori detengono le loro posizioni attive e passive verso le banche. Sia l'attività di credito che quella di raccolta dei depositi dipendono non solo dai tassi a breve del mercato monetario – direttamente controllabili dalla BNS – ma anche dai tassi a lungo termine, che sono influenzati in misura determinante dalle aspettative degli operatori sull'evoluzione futura. Per una banca centrale è pertanto difficile gestire con precisione un aggregato monetario ampio, sebbene la Deutsche Bundesbank abbia mostrato come, nonostante queste difficoltà, una politica monetaria basata su un aggregato ampio possa avere successo. Le contrastanti esperienze della BNS con l'impiego di obiettivi in termini M_1 nella seconda metà degli anni settanta (cfr. 2.4.2 e 4.3.1) facevano tuttavia ritenere che la capacità di controllo degli aggregati ampi in Svizzera fosse insufficiente e che l'adozione di una simile strategia da parte della Banca nazionale, anche in presenza di una domanda di moneta stabile, sarebbe stata problematica.

Terzo requisito: la reattività dell'aggregato monetario a variazioni dei tassi di interesse non deve essere eccessiva, in modo da consentire all'opinione pubblica e alla banca centrale di riconoscere anche a breve e a medio termine la correlazione tra crescita monetaria e inflazione futura. Se la reazione degli aggregati monetari è elevata, in un contesto di volatilità dei tassi di interesse la correlazione a breve-medio termine tra il tasso d'inflazione e il tasso di crescita monetaria si indebolisce. Ciò espone la banca centrale a possibili errori di politica monetaria e a delicati problemi di comunicazione con il pubblico, anche se fosse in grado di esercitare un controllo sufficiente sulla massa monetaria: un allentamento della politica monetaria durante una fase recessiva, con una riduzione anche solo modesta dei tassi di interesse, allontanerebbe decisamente l'aggregato monetario dal suo valore di obiettivo. Se la banca centrale interpretasse erroneamente questo scostamento come indizio di nuove pressioni inflazionistiche, vi è il pericolo che essa abbandoni prematuramente l'orientamento espansivo. Analogamente, se i tassi di interesse si dovessero muovere in risposta a un qualche evento di mercato, provocando una forte reazione degli aggregati monetari, la banca centrale potrebbe essere indotta in errore considerando questo andamento come una minaccia per la stabilità dei prezzi. Anche nel caso in cui la banca centrale non incorra in simili errori, è pur sempre possibile che il pubblico interpreti in modo sbagliato la politica della banca centrale: qualora la massa monetaria reagisca sensibilmente a una variazione dei tassi di interesse discostandosi dal valore

di obiettivo, il pubblico potrebbe essere propenso a ritenere che la banca centrale non sia più coerentemente orientata al perseguimento della stabilità dei prezzi. In Svizzera la reattività ai tassi di interesse degli aggregati ampi M_1 , M_2 e M_3 è relativamente forte, e ciò aveva sconsigliato all'epoca l'adozione di una strategia basata su un obiettivo intermedio per uno di questi aggregati, in quanto avrebbe costretto la BNS a deviare frequentemente dal suo obiettivo monetario⁷³. Ne è un esempio il periodo 1994–1998, quando con il calo dell'inflazione e dei tassi di interesse la massa monetaria registrò un netto aumento senza pregiudicare la stabilità dei prezzi. In fasi analoghe non sarebbe stato facile per la banca centrale rendere comprensibili al pubblico questi complicati nessi di politica monetaria.

4.4.2 I cardini di una strategia moderna

Di fronte a simili difficoltà, il gruppo di lavoro raccomandò alla Direzione generale di rinunciare a una revisione della strategia basata sugli aggregati monetari e di optare in alternativa per un approccio totalmente nuovo, che tenesse conto sia delle esperienze specifiche della Banca nazionale sia dei risultati più recenti della ricerca economica. Anche nella sua fondamentale riformulazione, la nuova strategia avrebbe dovuto garantire una certa continuità e autonomia della politica monetaria svizzera, al fine di preservare la fiducia che la BNS si era guadagnata in passato. Per queste ragioni, il gruppo di lavoro era contrario a recepire senza riserve né il cosiddetto *inflation targeting*, che alcune banche centrali avevano adottato a quell'epoca, né la strategia dei due pilastri elaborata dalla neocostituita Banca centrale europea (BCE). Il nuovo approccio della Banca nazionale avrebbe dovuto assicurare anche in futuro una politica monetaria trasparente fondata su regole chiare, in modo da consentire al pubblico di prevedere correttamente il comportamento della banca centrale e di formulare aspettative inflazionistiche a lungo termine compatibili con la politica auspicata dalla BNS. Nello stesso tempo, esso avrebbe dovuto mantenere un certo pragmatismo che lasciasse alla Direzione generale un margine di manovra tale da permetterle di reagire con flessibilità agli shock. Il gruppo di lavoro definì tre criteri fondamentali che avrebbero dovuto guidare l'elaborazione della nuova strategia:

- il mantenimento della stabilità dei prezzi dovrà continuare a rappresentare l'obiettivo della politica monetaria svizzera, in quanto è conclusione unanime della letteratura economica che il contributo essenziale di una banca centrale alla crescita economica consiste nel salvaguardare la stabilità

73 Cfr. anche Kugler e Rich (2002).

- dei prezzi. Questo riconoscimento è suffragato anche dalle esperienze della BNS e dalle reazioni dell'opinione pubblica nei periodi di inflazione;
- la BNS dovrà prendere le decisioni di politica monetaria in un'ottica maggiormente orientata al futuro dato che la congiuntura e l'inflazione reagiscono solo con molto ritardo agli impulsi monetari. La BNS dovrà dunque disporre di un quadro esauriente della situazione economica presente e futura e di una chiara concezione del processo di trasmissione degli impulsi monetari all'economia, un presupposto questo che non era necessario nel modello monetarista. Poiché esistono interpretazioni discordanti sul cosiddetto meccanismo di trasmissione, non dovrebbero essere imposte limitazioni dogmatiche ai modelli analitici e previsionali, così da cogliere possibilmente tutti gli aspetti monetari rilevanti. In un approccio pragmatico gli aggregati monetari dovranno continuare a svolgere un ruolo importante nella misura in cui forniscono utili informazioni sull'andamento a lungo termine dell'inflazione;
 - dovrà essere migliorata la comunicazione delle decisioni di politica monetaria. Negli anni novanta la BNS aveva sperimentato come fosse difficile spiegare il corso della politica sulla base di obiettivi monetari intermedi fissati solo una volta l'anno o anche ad intervalli più lunghi (cfr. 4.3.3). Per i mercati e il pubblico è molto più facile seguire la politica monetaria quando la banca centrale annuncia le sue decisioni su obiettivi operativi di tasso di interesse, in quanto la comunicazione coincide allora con le condizioni a breve termine auspiccate dalla banca centrale nel mercato monetario. Pertanto, l'obiettivo operativo dovrà riferirsi a un tasso di interesse annunciato giornalmente e non più a un aggregato monetario (cfr. 4.6.5).

4.4.3 La nuova strategia della Banca nazionale

La nuova strategia monetaria fu elaborata dal gruppo di lavoro nella primavera ed estate del 1999 e approvata dalla Direzione generale nell'autunno dello stesso anno a conclusione di una serie di discussioni e di adattamenti. Entrata in vigore nel dicembre 1999, essa rappresenta per la Banca nazionale la più importante innovazione dopo il passaggio ai tassi di cambio flessibili nel 1973⁷⁴. L'obiettivo della politica monetaria – il mantenimento della stabilità dei prezzi – resta tuttavia invariato. La strategia si basa su tre elementi: una definizione esplicita della stabilità dei prezzi quale ancora di lungo periodo, una previsione d'inflazione come indicatore principale per le decisioni

74 BNS (1999), Meyer (2000) e BNS, 92° Rapporto di gestione 1999, p. 33.

di politica monetaria e una fascia obiettivo per il *London Interbank Offered Rate (Libor)* a tre mesi come variabile strumentale per l'attuazione della politica monetaria.

Definizione esplicita della stabilità dei prezzi come ancoraggio a lungo termine

Una definizione di stabilità dei prezzi era già implicita negli obiettivi intermedi impiegati all'epoca della politica monetaria di stampo monetarista degli anni 1974–1999. Con la rinuncia all'impiego di tali obiettivi, era necessario che la Banca nazionale definisse la stabilità dei prezzi in modo esplicito per fornire ai mercati e al pubblico un'indicazione sull'orientamento a medio-lungo termine della sua politica. Essa creava in tal modo un ancoraggio per le aspettative inflazionistiche e l'evoluzione delle grandezze economiche nominali nel lungo periodo, ma anche un parametro di riferimento per valutare l'efficacia della sua politica. La Banca nazionale definì la stabilità dei prezzi come aumento annuo dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) inferiore al 2%. Da notare che, come più volte precisato dalla BNS, un perdurante calo del livello dei prezzi non sarebbe stato compatibile con tale definizione⁷⁵.

Fu solo alla fine di un prolungato dibattito che la Banca nazionale raggiunse un consenso sull'esatta definizione di stabilità dei prezzi. L'accordo era stato reso difficile anche dal fatto che in precedenza alcuni esponenti della BNS avevano fornito in pubblico interpretazioni leggermente differenziate del concetto di stabilità dei prezzi. Un primo aspetto della discussione riguardava l'indice al quale doveva riferirsi la definizione. La preferenza andò all'indice dei prezzi al consumo in considerazione della sua familiarità presso il pubblico. La scelta di un metro di misura meno noto, come l'inflazione di fondo (*underlying inflation*), avrebbe reso più difficile la comunicazione. Tuttavia, l'IPC non rappresenta una misura ottimale dell'andamento effettivo dell'inflazione: la ponderazione dei singoli beni rimane invariata per un certo tempo, anche se i consumatori adeguano il loro paniere di beni all'andamento dei prezzi, se nuovi prodotti vengono immessi sul mercato e se viene migliorata la qualità di quelli esistenti. L'indice dei prezzi al consumo può quindi contenere errori di misurazione. La BNS stimò a quell'epoca che l'IPC sovrastimasse di circa lo 0,5%–1% l'inflazione effettiva. Oltre a ciò, non sono infrequenti oscillazioni dell'IPC di $\pm 1\%$ rispetto al trend dell'inflazione, le quali non richiedono una reazione da parte della politica monetaria. Sulla base di queste considerazioni, la BNS concluse che un'inflazione misurata

⁷⁵ Cfr., ad esempio, BNS (1999), p.9.

sull'indice dei prezzi al consumo inferiore al 2% fosse compatibile con la stabilità effettiva dei prezzi.

Un secondo punto in discussione concerneva l'opportunità o meno di stabilire una soglia inferiore per la stabilità dei prezzi. Per una serie di ragioni, la BNS espresse parere contrario alla fissazione di un limite inferiore e quindi anche di una fascia di oscillazione esplicita. Anzitutto, un intervallo dello 0%–2% avrebbe implicato un obiettivo di stabilità dell'1% con una presumibile dispersione di $\pm 1\%$. Ma la BNS non voleva dare l'impressione di perseguire in ogni caso un tasso di inflazione esattamente dell'1%, in quanto giudicava compatibile con la stabilità dei prezzi qualsiasi valore positivo al di sotto del 2%, indipendentemente dal fatto che l'inflazione si attestasse per più tempo in prossimità del 2% o al di sotto dell'1%. Una regolazione puntuale all'interno di questo ambito non rientrava né nelle sue intenzioni né nelle sue possibilità. In secondo luogo, la BNS non intendeva neppure fissare la soglia inferiore dell'inflazione a un livello corrispondente al presumibile errore di misurazione dell'IPC, sia perché quest'ultimo era difficilmente quantificabile sia per evitare di dover rispondere con una nuova definizione di stabilità dei prezzi a ogni revisione delle modalità di calcolo dell'indice che modificasse tale errore.

Previsione d'inflazione come indicatore principale

Per le proprie decisioni di politica monetaria la Banca nazionale doveva disporre di un nuovo indicatore in sostituzione dell'obiettivo monetario. In considerazione dei tempi lunghi, fino a tre anni, con cui un impulso monetario si trasmette all'attività economica e ai prezzi, l'impiego di una previsione di inflazione appariva raccomandabile. In realtà, l'andamento della massa monetaria poteva già essere considerato come una sorta di previsione inflazionistica semplificata. L'esperienza maturata dalla BNS aveva tuttavia mostrato come fosse problematica la conduzione della politica monetaria basata su un'unica variabile informativa. La previsione d'inflazione doveva quindi fondarsi su uno scenario articolato comprendente tutte le informazioni rilevanti. Per consentire alla Direzione generale un certo margine decisionale, nella nuova strategia la previsione d'inflazione doveva fungere da indicatore principale e non da vero e proprio obiettivo intermedio. In altri termini, all'occorrenza la BNS può prendere decisioni che esulino dalla previsione d'inflazione o non facciano esclusivo riferimento a tale indicatore.

La BNS formula la sua previsione d'inflazione sulla scorta di una serie di modelli econometrici (strutturali e di serie temporali) e indicatori singoli (*output gap*, indice delle condizioni monetarie, curva dei rendimenti, tasso di

cambio, eccesso latente di liquidità e altri dati). Queste informazioni vengono quindi sintetizzate dagli esperti in una previsione consensuale. Su un orizzonte temporale a breve termine (fino a un anno) prevalgono i modelli basati su serie storiche e indicatori del mercato finanziario, come il tasso di cambio e la curva dei rendimenti. Su un orizzonte da uno a due anni la previsione d'inflazione si basa principalmente su modelli strutturali e indicatori desunti dall'analisi congiunturale, mentre oltre i due anni sono rilevanti soprattutto gli indicatori monetari.

L'importanza e il peso attribuito a ciascun modello possono variare nel tempo. La BNS si astiene deliberatamente dall'elaborare un modello centrale di previsione: da un lato, all'epoca dell'introduzione della nuova strategia essa non disponeva di un'esperienza tale da consentirle di adottare un unico modello previsionale; dall'altro, la conoscenza del meccanismo di trasmissione è ancora troppo incompleta per poter rappresentare la realtà in modo soddisfacente in un solo modello; oltre a ciò, è più facile incorporare nuovi indicatori e modelli, nonché nuove conoscenze teoriche, nell'attività previsionale quando non si opera con un modello centrale. Questo grado di apertura della strategia dovrebbe consentire alla BNS di affinare costantemente le proprie tecniche di previsione.

L'esercizio previsionale si basa sull'ipotesi di un tasso a tre mesi costante nell'arco del periodo considerato. La BNS si serve dunque di cosiddette previsioni condizionali. Se per un dato tasso di interesse la previsione indica un durevole scostamento dalla stabilità dei prezzi, occorre adeguare il corso della politica monetaria. La reazione della BNS non è tuttavia meccanica, come avverrebbe con un obiettivo di inflazione esplicito: è piuttosto la situazione economica generale a influire sui tempi con cui attuare una manovra di aggiustamento dei tassi di interesse.

La previsione d'inflazione è inoltre destinata a svolgere un ruolo importante nella comunicazione, contribuendo a una maggiore trasparenza della politica monetaria. La BNS provvede quindi a una sua periodica pubblicazione: fino al 2002 con cadenza semestrale (giugno e dicembre) in occasione della conferenza stampa che segue l'esame della situazione monetaria; a partire dal marzo 2003 a intervalli trimestrali. La BNS pubblica previsioni puntuali senza indicare margini di errore, illustrando nel comunicato stampa di accompagnamento i rischi insiti in tali previsioni. Essa rende altresì noti gli elementi salienti degli scenari economici internazionali su cui fonda nella fattispecie le sue previsioni.

Fascia di oscillazione del Libor a tre mesi come obiettivo operativo

La Banca nazionale stabilisce una fascia di oscillazione del *Libor* a tre mesi sui depositi in franchi svizzeri, solitamente dell'ampiezza di un punto percentuale, come obiettivo operativo per l'attuazione pratica della sua politica monetaria, e in aggiunta precisa la zona della fascia (superiore, centrale, inferiore) sulla quale intende puntare. Il *Libor* è il tasso di interesse che una banca di prim'ordine paga per un credito non garantito sul mercato monetario. Esso viene fissato dalla British Banker's Association (BBA) ogni giorno alle ore 11.00. Per il mercato del franco la BBA si serve come base di calcolo dei tassi di almeno otto banche selezionate in base alla loro reputazione. Nel calcolare il valore mediano vengono esclusi i quartili con i tassi rispettivamente più alti e più bassi.

Un obiettivo operativo di questo genere è inconsueto per tre diversi aspetti: innanzitutto, come grandezza di riferimento la BNS non adotta un tasso di mercato a brevissimo termine (ad esempio, un tasso *overnight*), bensì un tasso con scadenza a tre mesi; in secondo luogo, fissa un intervallo di oscillazione e non un obiettivo puntuale; infine, l'obiettivo si basa su un tasso di interesse determinato al di fuori del mercato nazionale.

Dato l'elevato grado di apertura dell'economia svizzera, nonché le strette connessioni internazionali della sua piazza finanziaria, questa scelta è stata dettata dall'esigenza di reagire prontamente a cambiamenti nei mercati finanziari. Ad esempio, spesso si rendono necessari interventi temporanei e limitati sul mercato monetario per compensare o neutralizzare sul nascere perturbazioni esogene. Poiché all'epoca in cui la BNS applicava una strategia monetarista non veniva reso noto un obiettivo operativo, la banca centrale poteva reagire con grande flessibilità a turbative sui mercati finanziari, discostandosi temporaneamente dal suo obiettivo operativo senza doverne rendere conto al pubblico. Per la sua nuova e più trasparente strategia essa doveva trovare un obiettivo che le consentisse una flessibilità sufficiente. Con una fascia di oscillazione per il tasso di interesse a tre mesi, la BNS può variare temporaneamente l'approvvigionamento di liquidità senza che ciò provochi nell'immediato una violazione dell'obiettivo operativo. Una fascia ampia è necessaria anche perché il tasso a tre mesi, a differenza di quello *overnight*, non è totalmente controllabile dalla banca centrale, ma reagisce anche alle aspettative degli operatori sugli sviluppi futuri.

La BNS si decise in favore del *Libor* come tasso di riferimento per tre motivi: la sua rilevanza economica, l'impossibilità di essere manipolato da singoli operatori, la mancanza di valide alternative in Svizzera. Il fatto che esso sia determinato a Londra non rappresenta un problema per la BNS: come

unica istituzione che può creare illimitatamente liquidità in franchi, essa può influire con le sue operazioni monetarie su tutti i tassi del mercato monetario del franco a livello mondiale.

Ruolo degli aggregati monetari e dei tassi di cambio

Anche nella nuova strategia gli aggregati monetari continuano a rappresentare per la Banca nazionale importanti indicatori per l'andamento futuro dell'inflazione. M_3 , in particolare, è un buon indicatore su un orizzonte temporale di oltre due anni. Quel che interessa in questo caso non è solo il suo tasso di crescita: un ruolo importante è pure assunto dall'eccesso latente di liquidità che può essere stimato dal divario tra il livello osservato e un livello teorico di equilibrio. Gli aggregati monetari forniscono inoltre tempestive informazioni sulla situazione congiunturale corrente, essendo disponibili con notevole anticipo sui dati di contabilità nazionale e con un elevato grado di affidabilità che rende minime le successive rettifiche.

Nel quadro della nuova strategia hanno rilevanza anche i tassi di cambio, specie il rapporto euro-franco, in quanto la loro evoluzione è una componente importante della previsione inflazionistica. Essi agiscono sull'inflazione direttamente attraverso i prezzi delle importazioni e indirettamente attraverso il loro influsso sul commercio estero, e quindi sul grado di utilizzo della capacità produttiva. Ciò nonostante, la BNS non persegue un obiettivo di cambio.

Il processo decisionale nella nuova strategia

L'introduzione della nuova strategia ha avuto ripercussioni anche sul processo di formazione delle decisioni di politica monetaria. Non è peraltro variato il ritmo trimestrale con cui la Banca nazionale effettua le sue regolari valutazioni della situazione, nei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre, ma rispetto alla strategia monetarista sono notevolmente aumentati i lavori preparatori, di cui continua a essere incaricato il 1° Dipartimento.

Circa sei settimane prima della periodica valutazione della situazione, vengono sottoposti all'approvazione della Direzione generale uno scenario di base e solitamente due scenari alternativi sull'evoluzione economica mondiale, che costituiscono gli elementi su cui si fonda la previsione. Per accrescere l'efficienza del processo decisionale, la BNS ha previsto che la Direzione generale raggiunga un consenso sugli elementi fondamentali già all'inizio del processo. Successivamente, gli economisti elaborano le previsioni con l'ausilio di modelli econometrici, i cui risultati vengono discussi dagli uffici competenti che concordano una previsione consensuale. Una settimana prima della valutazione della situazione, viene presentata alla Direzione generale la

documentazione di base insieme a una proposta concreta sulla futura impostazione della politica monetaria. Nel corso della valutazione trimestrale, la Direzione generale prende le decisioni di politica monetaria e incarica il 3° Dipartimento della loro attuazione.

Comunicazione e trasparenza

Nell'adottare il nuovo approccio la Banca nazionale si prefiggeva anche di migliorare la comunicazione e la trasparenza della sua politica monetaria. A tal fine essa si è adoperata per illustrare e documentare dettagliatamente al pubblico la nuova strategia. Con il medesimo intento, ha pubblicato nel *Bullettin trimestriel* (bollettino trimestrale della BNS) i principali modelli alla base delle proprie previsioni di inflazione⁷⁶.

Tuttavia, la BNS annette grande importanza anche alle informazioni sulla politica corrente: dopo ogni valutazione trimestrale, essa diffonde un dettagliato comunicato stampa che informa sulla fascia obiettivo prescelta per il *Libor* a tre mesi insieme al livello all'interno della fascia che intende perseguire, nonché sulla nuova previsione di inflazione. La BNS si premura, in particolare, di illustrare le motivazioni alla base delle sue decisioni monetarie. In giugno e in dicembre essa fornisce queste informazioni in occasione di una conferenza stampa. Alcune settimane dopo la valutazione della situazione, pubblica nel suo bollettino trimestrale il «Rapporto sulla politica monetaria» che illustra in modo approfondito tutti gli indicatori rilevanti per la politica monetaria.

Quando una decisione di politica monetaria viene presa al di fuori delle scadenze prefissate per le valutazioni trimestrali, la BNS pubblica parimenti un comunicato stampa per motivare tale decisione e indicare la nuova fascia obiettivo. In questi casi, non viene tuttavia annunciata una nuova previsione d'inflazione. Una componente importante della comunicazione con il pubblico è rappresentata anche dagli interventi della Direzione e di economisti della BNS in varie occasioni e conferenze in cui vengono illustrati la strategia monetaria o il corso attuale della politica monetaria.

Differenze rispetto alla strategia basata sulla fissazione di obiettivi espliciti di inflazione

Molte banche centrali che hanno abbandonato l'impiego di obiettivi in termini di aggregati monetari definiscono la loro nuova strategia come *inflation targeting*. Sebbene esistano alcune analogie con tale approccio, la Banca

76 Cfr. Jordan e Peytrignet (2001), Stalder (2001), Jordan et al. (2002), nonché Jordan e Savioz (2003).

nazionale si astiene deliberatamente dall'identificare la propria strategia con l'*inflation targeting*. Dal suo punto di vista sono rilevanti le seguenti differenze:

- pur avvalendosi di una definizione di stabilità dei prezzi, la strategia della BNS non opera sulla base di un vero e proprio obiettivo di inflazione. Nel sottolineare questa differenza, la BNS pone l'accento sul fatto che il suo obiettivo di stabilità deve considerarsi valido per un periodo prolungato di tempo e che quindi essa non intende modificarlo sulla base di considerazioni politiche a breve termine. Per contro, i paesi con obiettivi espliciti di inflazione ridefiniscono in genere i loro obiettivi periodicamente;
- nell'ambito del suo mandato giuridico e costituzionale, la BNS fornisce una propria definizione autonoma di stabilità dei prezzi. Ciò costituisce una differenza sostanziale rispetto a strategie in cui è il governo a stabilire l'obiettivo di inflazione. In Svizzera è pertanto escluso che il Consiglio federale o il Parlamento possano fissare, eventualmente per motivi politici, un obiettivo di inflazione che non sia compatibile con la stabilità dei prezzi;
- un'altra importante differenza sta nel fatto che nella strategia della BNS la previsione d'inflazione è l'indicatore principale della politica monetaria, ma non rappresenta un vero obiettivo intermedio. L'approccio della BNS non contempla una regolazione puntuale del tasso di inflazione, e la banca centrale può quindi accettare scostamenti temporanei dalla stabilità dei prezzi ove le circostanze lo richiedano. Dopo uno shock inflazionistico, ad esempio, essa dispone di un margine discrezionale nel valutare il tempo entro il quale vuole ripristinare la stabilità dei prezzi. In tal modo, può tenere debitamente conto dell'incidenza della sua politica sull'economia reale. Viceversa, con un regime di *inflation targeting* la banca centrale deve orientare costantemente la sua politica in modo tale da assicurare che l'obiettivo intermedio – la previsione d'inflazione – coincida sempre esattamente con l'obiettivo di inflazione sull'orizzonte temporale prescelto.

4.4.4 La politica monetaria nel quadro della nuova strategia

La politica seguita dalla Banca nazionale dopo l'introduzione della nuova strategia può essere suddivisa in tre fasi. La prima, dal dicembre 1999 a metà 2001, è stata caratterizzata da un progressivo inasprimento della politica monetaria. Ad essa è seguita una fase espansiva, protrattasi fino al primo semestre 2004, durante la quale la BNS ridusse il tasso ufficiale fino a portarlo in prossimità dello 0%. Nella terza fase la BNS avviò un processo di graduale normalizzazione.

Fase 1 da fine 1999 alla primavera del 2001: inasprimento

Nel presentare la nuova strategia durante la conferenza stampa del 10 dicembre 1999, la Banca nazionale aveva prospettato un leggero inasprimento della politica monetaria per l'anno 2000. Essa fissò la fascia obiettivo per il *Libor* a tre mesi all'1,25%–2,25% e pubblicò la sua prima previsione di inflazione, ipotizzando un *Libor* costante all'1,75%. In tal modo, la BNS pronosticava per i tre successivi anni un'inflazione leggermente in crescita, ma non pregiudizievole per la stabilità dei prezzi.

Già nel gennaio 2000 era tuttavia emerso con crescente chiarezza che, per effetto della sostenuta congiuntura mondiale e della debolezza relativa del franco, la ripresa economica in Svizzera sarebbe risultata molto più vigorosa di quanto era stato previsto appena un mese prima. Di conseguenza, a partire da metà gennaio la BNS pilotò il *Libor* verso la metà superiore della fascia e innalzò quest'ultima in tre tappe, per complessivi 1,75 punti percentuali, nel corso dello stesso anno.

La prima manovra fu attuata già il 3 febbraio – in anticipo quindi sulla prima valutazione trimestrale della situazione – con uno spostamento verso l'alto della fascia obiettivo di mezzo punto percentuale a 1,75%–2,75%. Il *Libor* fu orientato verso la zona mediana della nuova fascia. La banca centrale aveva ritenuto necessaria questa manovra fuori programma in considerazione dell'indebolimento del franco rispetto al dollaro, il cui effetto si sarebbe tradotto in un allentamento indesiderato delle condizioni monetarie.

I dati economici diffusi dopo la prima manovra confermarono ben presto che la crescita dell'economia svizzera aveva registrato una notevole accelerazione nel secondo semestre 1999 e che la ripresa poggiava ormai su basi solide. Anche nel mercato del lavoro erano emersi i primi segni di surriscaldamento, mentre proseguiva la fase di debolezza relativa del franco. In tale contesto, la BNS agì rapidamente per prevenire un aumento dell'inflazione. In una situazione analoga, alla fine degli anni ottanta, essa aveva reagito troppo tardi alla forte espansione economica e non intendeva ripetere questo stesso errore nella circostanza presente. Nella valutazione trimestrale del 23 marzo 2000 decise un repentino aumento di tre quarti di punto, al 2,5%–3,5%, della fascia del *Libor*, prefigurando inizialmente un tasso posizionato al centro della fascia. Per la sua ampiezza, questa seconda manovra era insolitamente esplicita e segnalava ai mercati la determinazione della BNS di contrastare la crescente minaccia inflazionistica e di condurre una politica monetaria autonoma nei confronti della BCE. Rispetto a un corso euro-franco attestato a 1.60 dall'inizio del 1999, la valuta svizzera guadagnò chiaramente terreno, accentuando così il grado di restrizione della politica monetaria.

Ciò nonostante, la crescita economica accelerò ulteriormente. Dopo che il *Libor*, nell'aspettativa di un aumento dei tassi, si era portato nella zona superiore della fascia già nella prima metà di giugno, la Banca nazionale decise di attuare una terza manovra in occasione della valutazione del 15 giugno 2000, con un aumento di mezzo punto della fascia, al 3%–4%, e un *Libor* al 3,5%. In quell'occasione, la BNS pubblicò la sua seconda previsione d'inflazione, dalla quale si poteva desumere che, grazie a un tempestivo inasprimento della politica monetaria, la stabilità dei prezzi sarebbe stata preservata a medio termine. Tuttavia, considerando la forte crescita economica, l'impennata dei prezzi del petrolio e i tempi lunghi con cui le misure di politica monetaria influiscono sull'andamento dei prezzi, la BNS prevedeva per il 2001 un temporaneo rialzo dell'inflazione oltre la soglia del 2%. Essa riteneva peraltro che già nell'anno 2002 l'inflazione sarebbe ridiscesa al di sotto di quella soglia grazie alla manovra restrittiva messa in atto. Pertanto, nelle valutazioni della situazione del 14 settembre e dell'8 dicembre 2000 la BNS decise di lasciare invariata la fascia obiettivo al 3%–4% e di continuare a puntare su un *Libor* del 3,5%.

L'imprevisto rafforzamento delle pressioni inflazionistiche agli inizi del 2000 aveva sottoposto la nuova strategia, poco dopo la sua introduzione, a un primo banco di prova che essa seppe superare con successo. La previsione d'inflazione e la scelta di un'estesa base informativa, sulle quali la BNS fondava ormai le proprie decisioni, si dimostrarono molto utili ed efficaci sia per il processo decisionale sia per la comunicazione con il pubblico. L'ampia fascia obiettivo assicurava alla BNS un margine di manovra sufficiente per l'attuazione della sua politica. Questo precoce banco di prova aveva inoltre offerto alla banca centrale l'opportunità di convincere i mercati, a pochi mesi dall'introduzione della nuova strategia, della sua capacità di condurre una politica monetaria autonoma rispetto alla BCE. Gli organi d'informazione e l'opinione pubblica accolsero favorevolmente la nuova strategia, attribuendo ad essa anche il merito di un notevole progresso in materia di trasparenza.

Fase 2 dalla primavera del 2001 a metà 2004: allentamento e politica di bassi tassi di interesse

Durante il primo trimestre del 2001 erano sensibilmente aumentati i rischi sul versante congiunturale. Sebbene l'industria di esportazione beneficiasse ancora della robusta crescita in Europa, il raffreddamento eccezionalmente rapido e pronunciato della congiuntura statunitense, lo scoppio della bolla azionaria a livello mondiale e il rallentamento dell'attività economica in Asia minacciavano di frenare ben presto le esportazioni svizzere. Nonostante

una domanda interna relativamente sostenuta, la Banca nazionale dovette rivedere al ribasso le proprie previsioni di crescita. Tale revisione, insieme al calo dei prezzi del petrolio, la indusse a ridimensionare la minaccia sul fronte dei prezzi. In effetti, il rischio che l'inflazione oltrepassasse la soglia del 2% era notevolmente diminuito. Nella valutazione della situazione del 22 marzo 2001, la BNS optò quindi per un leggero cambiamento di rotta, abbassando la fascia del *Libor* di un quarto di punto al 2,75%–3,75%.

La BNS lasciò invariata la fascia in occasione della valutazione del 14 giugno 2001. La sua previsione, basata su un *Libor* al 3,25%, implicava un'inflazione in prossimità del 2% nei tre anni seguenti. Ben presto apparve tuttavia chiaro che la crescita economica negli Stati Uniti sarebbe risultata inferiore alle aspettative; lo stesso valeva per l'Europa, e in particolare per la Germania. La Banca nazionale dovette nuovamente correggere verso il basso le prospettive economiche per la Svizzera.

Dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, la BNS decise il 17 settembre, cioè tre giorni prima della data prevista per la valutazione della situazione, di ridurre i tassi contemporaneamente al Federal Reserve Board e alla BCE per attenuare l'incertezza prevalente sui mercati. Essa abbassò la fascia obiettivo di mezzo punto, al 2,25%–3,25%, un provvedimento che la Direzione generale avrebbe comunque adottato nel corso della regolare valutazione della situazione, il 20 settembre, e che i mercati avevano già previsto. La BNS perseguiva un *Libor* nuovamente posizionato a metà della fascia.

Poiché diverse banche centrali avevano a loro volta ridotto i tassi, i differenziali di interesse tra le valute rimasero praticamente invariati. Nondimeno, il franco svizzero si apprezzò nei confronti dell'euro e del dollaro statunitense, tornando a svolgere il suo ruolo storico di bene rifugio in seguito ai tragici eventi negli Stati Uniti. La BNS manifestò una certa preoccupazione per la forza della moneta svizzera, specie nei confronti dell'euro. Nella valutazione straordinaria della situazione, il 24 settembre 2001 – a soli sette giorni di distanza dall'ultima manovra dei tassi – essa decise di ridurre nuovamente la fascia di mezzo punto, a 1,75%–2,75%, per compensare in tal modo l'inasprimento delle condizioni monetarie risultante dal rialzo del tasso di cambio del franco.

Il pronunciato deterioramento delle prospettive economiche mondiali, la rivalutazione del franco e i moderati rischi inflazionistici indussero la BNS nella valutazione del 7 dicembre 2001 ad abbassare di un ulteriore mezzo punto la fascia obiettivo, portandola all'1,25%–2,25%. La previsione d'inflazione, resa nota contemporaneamente, indicava per l'intero periodo previsionale un livello chiaramente al di sotto della soglia del 2%.

In occasione della valutazione del 21 marzo 2002, la Direzione generale decise di lasciare invariato l'orientamento della politica monetaria, pur riservandosi esplicitamente di reagire con rapidità a imprevisti cambiamenti nella situazione economica mondiale o a turbolenze sui mercati dei cambi. Pochi giorni dopo, di fronte all'ulteriore rafforzamento del franco, la BNS ridusse di un ottavo di punto i tassi sulle operazioni pronti contro termine (pct), cui seguì una flessione del *Libor* di uguale ampiezza. Nella valutazione straordinaria della situazione del 2 maggio 2002, la Direzione generale reagì all'ostinata forza del franco con una nuova riduzione della fascia obiettivo di mezzo punto a 0,75%–1,75%, cui fece seguire il 26 luglio, in un'altra riunione fuori programma, un nuovo provvedimento che abbassò la fascia a 0,25%–1,25%. Queste misure di allentamento erano state precedute da comunicati in cui si faceva riferimento a una crescita economica inferiore alle previsioni. L'indirizzo espansivo fu successivamente mantenuto in quanto, a causa delle incertezze che gravavano sulla congiuntura mondiale, la BNS riteneva poco probabile una ripresa dell'economia svizzera prima della metà del 2003. A suo avviso, la stabilità dei prezzi nel breve-medio periodo non era minacciata. La previsione d'inflazione del dicembre 2002 mostrava però che questa politica non era compatibile con la stabilità dei prezzi a più lungo termine.

Agli inizi del 2003 la situazione economica subì un nuovo peggioramento, e si diffuse il timore che gli Stati Uniti e l'Europa potessero scivolare verso una deflazione. Il clima di incertezza fu acuito dal conflitto irakeno. In Svizzera la fiducia delle imprese si era sensibilmente deteriorata, facendo apparire sempre meno realistica l'aspettativa di una ripresa nella seconda metà dell'anno, mentre permaneva il rischio di un ulteriore apprezzamento del franco. In seguito al forte calo dell'inflazione – scesa quasi in prossimità dello 0% – la BNS non escludeva più la possibilità che essa potesse raggiungere valori negativi. Il *Libor*, di poco superiore allo 0,5%, si muoveva nettamente al di sotto del valore inizialmente programmato. Sullo sfondo di questo scenario, la Direzione generale decise, nella valutazione straordinaria del 6 marzo 2003, di abbassare ancora di mezzo punto la fascia obiettivo a 0,0%–0,75%, mantenendo il *Libor* entro lo 0,25%. La larghezza della fascia era stata così ridotta a soli tre quarti di punto. Per conseguire i risultati voluti, la BNS effettuò operazioni pct allo 0,11%, un minimo storico per i tassi di interesse a breve in Svizzera. L'ampiezza e la collocazione temporale della manovra sorpresero i mercati ma, in retrospettiva, essa si rivelò ottimale sotto il profilo tattico. Il segnale fornito dalla Banca nazionale era così forte che nei mesi successivi il franco s'indebolì progressivamente. Nonostante una riduzione

relativamente esigua dei tassi di interesse la BNS era stata in grado, in questa fase critica, di porre in atto una politica monetaria decisamente più espansiva allo scopo di scongiurare il rischio di deflazione.

Alla fine del 2002 la BNS aveva annunciato che in futuro avrebbe reso nota la previsione d'inflazione aggiornata in concomitanza con ciascuna valutazione trimestrale della situazione. Già nel marzo 2003 i mercati e il pubblico disponevano di una nuova previsione: essa era basata su un *Libor* allo 0,25% e indicava un aumento dell'inflazione a partire dalla metà del 2004, che sarebbe risultato maggiore rispetto alla previsione del dicembre 2002 per effetto di una politica monetaria divenuta più espansiva. Con un orientamento monetario invariato, il limite superiore della zona di stabilità dei prezzi sarebbe stato oltrepassato nel corso del 2005. Tuttavia, a giudizio della BNS il tempo di cui ancora disponeva sarebbe stato sufficiente a correggere l'indirizzo espansivo e garantire la stabilità dei prezzi anche a medio termine. Fino agli inizi del secondo semestre 2004 la fascia obiettivo fu pertanto mantenuta a 0%–0,75% con un *Libor* allo 0,25%.

In questa seconda fase la Banca nazionale dovette far fronte a difficili sfide di politica monetaria. La nuova strategia le consentì di affrontare adeguatamente una serie di shock negativi per l'economia mondiale, in particolare lo scoppio della bolla azionaria nel settore tecnologico, il clima di incertezza dopo gli attentati terroristici dell'11 settembre 2001, la diffusione della malattia polmonare SARS e l'inizio della guerra in Irak. Abbassando la fascia obiettivo per il *Libor* di complessivi 3,25 punti percentuali, essa fu in grado, in una situazione estremamente delicata per l'economia svizzera, di interrompere la tendenza all'apprezzamento del franco senza mettere a repentaglio la stabilità dei prezzi. La decisione del 6 marzo 2003 ha mostrato in modo esemplare come la BNS non si basi meccanicamente sulla previsione d'inflazione: benché questa non suggerisse a quell'epoca una riduzione dei tassi, la Direzione generale decise nondimeno di abbassare la fascia dopo aver attentamente soppesato tutti i rischi.

Fase 3 da metà 2004: graduale normalizzazione

La riduzione dei tassi di interesse in prossimità della soglia zero era stata attuata in una situazione eccezionale. Con il venire meno del pericolo deflazionistico, la BNS studiò la tattica più adatta per porre fine alla politica dei bassi tassi di interesse. Il dibattito sulla cosiddetta strategia di uscita verteva soprattutto sul momento in cui dare inizio alla necessaria manovra restrittiva e sulla rapidità con cui innalzare i tassi. La Direzione generale decise in favore di un processo di graduale normalizzazione, il cui ritmo sarebbe

dipeso dall'evoluzione economica e dall'inflazione. Il primo passo fu intrapreso il 17 giugno 2004 con un aumento di un quarto di punto, a 0%–1%, della fascia obiettivo che ripristinò così la sua ampiezza originaria di un punto percentuale. All'interno della fascia la BNS puntava su un *Libor* dello 0,5%. Anche dopo questo intervento, il corso della politica monetaria restava estremamente espansivo e doveva servire a sostenere l'incipiente ripresa congiunturale. Con un *Libor* programmato allo 0,5%, la previsione d'inflazione corrispondeva per il periodo 2004–2006 a un aumento medio dei prezzi inferiore al 2%, destinato tuttavia ad accelerare rapidamente a partire dalla metà del 2005. Nella valutazione della situazione del 16 settembre 2004, la Direzione generale poté constatare che, come nelle sue previsioni, la congiuntura si era rafforzata ed erano aumentate le probabilità di un proseguimento della ripresa. Fu perciò deciso di innalzare nuovamente la fascia di un quarto di punto a 0,25%–1,25%.

Nella valutazione del 16 dicembre 2004, la Banca nazionale decise di interrompere momentaneamente il processo di normalizzazione monetaria poiché la ripresa dell'economia svizzera era rallentata. Insieme alla debolezza del dollaro e allo smaltimento dell'eccesso di liquidità, ciò contribuiva a ridurre le pressioni inflazionistiche a medio termine. Secondo le previsioni, con una politica monetaria invariata l'inflazione si sarebbe accelerata solo nel corso del 2006. Proseguendo nel processo di normalizzazione in quel momento si rischiava di pregiudicare la ripresa economica.

La dinamica dell'economia svizzera rimase fiacca anche nella prima metà del 2005. Soprattutto a causa della debole congiuntura in Europa, l'andamento delle esportazioni svizzere e degli investimenti in beni strumentali risultò deludente. Le quotazioni record raggiunte dal petrolio contribuirono a rendere ancor più incerte le prospettive economiche mondiali. In tale contesto, la BNS poté quindi mantenere una politica monetaria espansiva, continuando così a fornire un sostegno alla congiuntura. In occasione delle valutazioni del 17 marzo, 16 giugno e 15 settembre 2005, la Direzione generale lasciò invariata la fascia a 0,25%–1,25%. La previsione d'inflazione mostrava a medio termine un calo delle pressioni inflazionistiche, ma alla fine del periodo il tasso di inflazione pronosticato superava la soglia del 2%. La BNS segnalò ai mercati che un rialzo dei tassi in un momento successivo sarebbe stato inevitabile e che era sua intenzione riprendere il processo di normalizzazione monetaria non appena la ripresa congiunturale si fosse consolidata. Essa seguiva con attenzione anche gli sviluppi sul mercato immobiliare, dove i mutui ipotecari aumentavano a ritmo accelerato con il rischio di provocare distorsioni in quel segmento di mercato.

Nel secondo semestre del 2005, e ancor più verso la fine dell'anno, erano aumentati i segnali di una ripresa più solida e diffusa. La Direzione generale decise pertanto, nella valutazione del 15 dicembre 2005, di proseguire nella normalizzazione della politica monetaria, innalzando di un quarto di punto, a 0,5%–1,5%, la fascia per il *Libor*. La nuova aspettativa di inflazione indicava ancora, nonostante l'ipotesi di un *Libor* in rialzo, un'infrazione della stabilità dei prezzi alla fine dell'orizzonte di previsione. La Direzione generale sottolineò la necessità di un'ulteriore graduale correzione dell'indirizzo monetario, da attuarsi in sintonia con la ripresa congiunturale. La BNS effettuò questo aggiustamento nel corso del 2006. La Direzione generale innalzò la fascia per il *Libor* di 0,25 punti ad ogni seduta trimestrale di valutazione della situazione, portandola così all'1,5%–2,5% entro la fine dell'anno.

Nella terza fase la Banca nazionale si trovò a dover affrontare il compito di normalizzare la politica espansiva senza soffocare la ripresa economica. La nuova strategia le fu di ausilio nell'avviare questo impegnativo processo sul mercato monetario senza provocare movimenti indesiderati dei cambi. Il margine di manovra disponibile le consentì di interrompere temporaneamente questo processo in presenza di un indebolimento della congiuntura, anche se la prospettiva di inflazione indicava un superamento della soglia del 2% alla fine del periodo di previsione. La BNS si mostrò capace, in questa fase delicata, di orientare le aspettative di tasso di interesse del mercato nella direzione voluta, grazie anche alla sua politica di informazione e alle operazioni compiute sul mercato monetario.

4.4.5 Valutazione della nuova strategia

La Banca nazionale ha il compito di condurre una politica monetaria nell'interesse generale del paese e di salvaguardare la stabilità dei prezzi tenendo conto dell'evoluzione congiunturale. La nuova strategia rappresenta per la banca centrale un elemento essenziale per assolvere autonomamente questo mandato. Nei sei anni dalla sua introduzione ha dato risultati ragguardevoli in un contesto caratterizzato da forti perturbazioni internazionali e da grandi sfide sul piano della politica monetaria: la BNS ha potuto reagire con flessibilità a una serie di pesanti shock senza pregiudicare la stabilità dei prezzi. Tra il 2000 e il 2006 l'inflazione media annua è stata leggermente inferiore all'1%. In nessun singolo mese è stata superata la soglia del 2% che la BNS considera come il limite superiore della stabilità dei prezzi. La strategia ha consentito di sfruttare il margine disponibile per sostenere la congiuntura senza che le aspettative inflazionistiche a medio-lungo termine oltrepassassero la zona di stabilità dei prezzi. La BNS è riuscita inoltre a contenere le

pressioni all'apprezzamento del franco nei confronti dell'euro nonostante la pronunciata debolezza del dollaro USA.

Grazie alla nuova strategia, la BNS ha potuto sistematizzare e approfondire molto meglio, sul piano oggettivo, le proprie decisioni di politica monetaria, fondandole su basi notevolmente più ampie che in passato. Il nuovo approccio si è rivelato efficace anche nell'attuazione pratica delle misure di politica monetaria. L'ampiezza della fascia obiettivo e la scelta di un tasso di riferimento per i crediti con scadenza a tre mesi (il *Libor* a tre mesi) hanno permesso alla BNS di disporre di una flessibilità sufficiente per reagire rapidamente a perturbazioni sui mercati finanziari, senza dover porre in discussione l'orientamento di fondo della sua politica. Infine, la logica del nuovo approccio ha agevolato la comunicazione della BNS con i mercati e con il pubblico, i quali hanno ben compreso e accolto con favore la nuova strategia.

Al successo di questa politica hanno tuttavia contribuito anche altri fattori. La forte concorrenza internazionale – una conseguenza questa della crescente globalizzazione – e i guadagni di produttività, resi possibili dalla rivoluzione nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, hanno facilitato il compito della Banca nazionale, in quanto entrambi gli sviluppi hanno moderato le pressioni inflazionistiche. Anche la circostanza che, dalla fondazione della Banca centrale europea, la politica monetaria in gran parte d'Europa sia coerentemente orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi ha probabilmente concorso al successo della politica monetaria elvetica: dall'introduzione della nuova strategia sono state risparmiate alla Svizzera quelle gravi crisi valutarie che in passato avevano ripetutamente costretto la BNS ad affrontare decisioni difficili, come illustrerà il capitolo seguente.

4.5 Autonomia della politica monetaria e franco svizzero

UMBERTO SCHWARZ

4.5.1 Introduzione

Gli ultimi decenni hanno visto la Banca nazionale impegnata nel salvaguardare l'autonomia della propria politica monetaria e nel difendere l'indipendenza del franco. Durante quel periodo la sua determinazione si è manifestata in modo particolarmente evidente in due occasioni. Innanzitutto nel 1973, quando fu abbandonato il sistema di Bretton Woods e per la prima volta emersero gli inconvenienti creati dai tassi di cambio fissi: nella misura in cui il franco mantiene un rapporto di cambio fisso con la moneta di un paese che

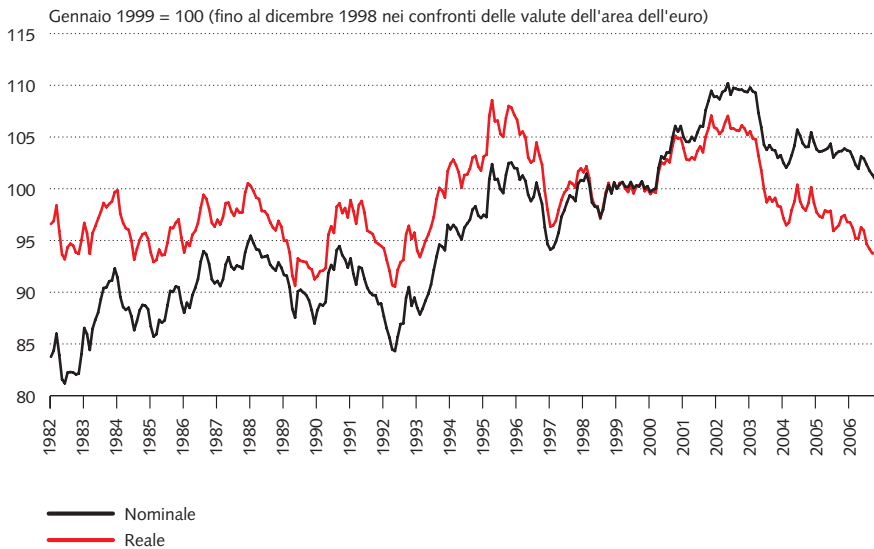
non persegue una politica di stabilità dei prezzi, quest'ultima non può più essere garantita neppure in Svizzera. Un secondo evento intervenuto alla fine degli anni settanta rafforzò la volontà di autonomia della BNS: nell'ottobre 1978 la Banca nazionale decise di contenere l'apprezzamento del franco nei confronti del marco tedesco fissando una soglia provvisoria di 0.80 franchi per 1 marco. Per conseguire il proprio obiettivo, la BNS fu costretta ad accrescere considerevolmente la massa monetaria, con la conseguenza di innescare qualche anno dopo una spirale inflazionistica. Questi due episodi lasciarono tracce indelebili nella memoria collettiva della Banca nazionale.

Nonostante i palesi svantaggi di un regime di cambi fissi, in più occasioni fu considerata l'opportunità di un ancoraggio del franco. Diverse considerazioni militavano a favore di una simile scelta. Anzitutto, non era affatto certo che il paese la cui moneta sarebbe servita da ancora per il tasso di cambio del franco avrebbe necessariamente perseguito una politica inflazionistica, come era avvenuto negli Stati Uniti alla fine degli anni sessanta. D'altra parte, i paesi della Comunità europea (CE) avevano mostrato una crescente volontà di integrazione monetaria, concretizzatasi dapprima nel Sistema monetario europeo (SME) e in seguito nell'Unione economica e monetaria (UEM). Entrambe queste strutture erano basate su un sistema di tassi di cambio fissi. Da ultimo, va considerato che verso la fine degli anni ottanta la Svizzera aveva incontrato difficoltà di ordine monetario, che avevano indotto la Banca nazionale a porre in discussione la validità della strategia fino ad allora seguita. Nondimeno, un ritorno ai tassi di cambio fissi fu costantemente respinto, e ciò per una serie di motivi.

In primo luogo, un ancoraggio del franco avrebbe significato la fine dell'autonomia monetaria della BNS. L'andamento dei tassi di interesse a breve termine in Svizzera sarebbe di fatto dipeso dalle condizioni monetarie prevalenti all'estero, cosicché la politica monetaria non avrebbe più potuto rispondere ai bisogni dell'economia nel suo insieme, ma sarebbe stata finalizzata esclusivamente alla difesa della parità.

In secondo luogo, il tasso di inflazione in Svizzera sarebbe stato essenzialmente determinato dalla politica monetaria dell'istituto di emissione della moneta alla quale era ancorato il franco. Certo, sulla dinamica dei prezzi in Svizzera avrebbero continuato a influire fattori specifici dell'economia elvetica. In pratica, tuttavia, era esclusa ogni possibilità di dissociarsi fondamentalmente dagli orientamenti della politica monetaria seguita all'estero. Quel che più conta, la tendenza del franco ad apprezzarsi in termini reali, osservata durante tutti quegli anni, si sarebbe tradotta in un'inflazione superiore a quella del paese di riferimento.

Figura 4.3
Indice del rapporto di cambio franco/euro



Fonte : BNS, *Bulletin mensuel* risp. *Bulletin mensuel de statistiques économiques* (vari anni).

Infine, un ancoraggio del franco avrebbe ridotto il differenziale di rendimento tra le attività in franchi e quelle in marchi, euro o dollari. Poiché i tassi svizzeri erano inferiori ai tassi esteri, un tale restringimento – equivalente a una riduzione del «bonus» di interesse – avrebbe reso temporaneamente più restrittiva la politica monetaria. Il rialzo dei tassi in Svizzera avrebbe creato difficoltà ai debitori (imprese, proprietari di immobili ed enti pubblici) che tradizionalmente avevano beneficiato di tassi di interesse relativamente bassi. L'aumento sarebbe stato modesto solo nel caso in cui fosse stata messa in dubbio la credibilità dell'ancoraggio, che a quel punto avrebbe perso gran parte della sua utilità.

4.5.2 Le relazioni con il Sistema monetario europeo

Dopo il crollo del sistema di Bretton Woods, il problema della fissazione del tasso di cambio del franco fu esaminato, in particolare, alla fine degli anni settanta, quando i paesi membri della CE decisero di creare un sistema di parità fisse ma aggiustabili, lo SME. Nel 1979 un gruppo di lavoro sulla situazione monetaria internazionale, presieduto da Pierre Languetin, direttore generale della BNS, analizzò le opzioni che allora si presentavano alla Svizzera⁷⁷.

⁷⁷ Situation monétaire internationale (1979).

Le alternative erano sostanzialmente cinque. La prima – partecipazione a pieno titolo allo SME – fu esclusa fin dall’inizio, giacché la Svizzera non faceva parte della CE. La seconda – astensione totale da parte della Svizzera – fu ritenuta superata in considerazione della politica di cambio seguita dalla Banca nazionale dopo il 1° ottobre 1978. Le tre restanti opzioni furono giudicate più realistiche. La terza – partecipazione al sistema dei tassi di cambio e al meccanismo di intervento – presentava il vantaggio di sottolineare la volontà di cooperazione della Svizzera. Tuttavia, essa fu respinta, non tanto perché avrebbe comportato l’adozione di una parità fissa anche se aggiustabile quanto piuttosto per l’opposizione di un importante membro dello SME e della posizione subordinata che la Svizzera avrebbe dovuto assumere in una siffatta struttura (cfr. 2.4.1). La quarta opzione – politica autonoma ma parallela della Svizzera – fu scartata per non dare l’impressione che la Svizzera si distanziasse dalla cooperazione monetaria in Europa, con il rischio di effetti negativi sul franco. Fu quindi accolta la quinta opzione, ossia cooperazione con lo SME senza partecipazione né al sistema dei tassi di cambio né al meccanismo di intervento. La natura e i dettagli di questa cooperazione furono precisati in un progetto di accordo destinato a regolare le modalità di una possibile collaborazione tra le banche centrali dei paesi partecipanti allo SME e la BNS. In base a queste modalità, la Banca nazionale avrebbe potuto intervenire nelle valute dei paesi partecipanti.

La Banca nazionale avviò una serie di contatti informali con diverse banche centrali europee per discutere le modalità di una cooperazione monetaria. Apparve comunque chiaro che una tale collaborazione con la Svizzera non costituiva una priorità per i partecipanti allo SME. E per la stessa BNS la questione non aveva più carattere di urgenza, dati i risultati della politica di stabilizzazione del franco perseguita dall’ottobre 1978 (cfr. 2.4.2)⁷⁸.

Nel 1987 la Banca nazionale effettuò una nuova analisi delle relazioni tra la Svizzera e lo SME, che confermò sostanzialmente le conclusioni alle quali essa era pervenuta una decina d’anni prima. Furono quindi scartate sia l’ipotesi di una stretta collaborazione con lo SME – che avrebbe implicato in particolare la partecipazione al sistema dei tassi di cambio e al meccanismo di intervento – sia quella di una politica totalmente autonoma. Nondimeno, alla Banca nazionale premeva di sottolineare la propria volontà di cooperazione con lo SME e si adoperò in questo senso, ma in maniera diversa da quella seguita nel 1978. Infatti, la BNS non era più interessata ad ottenere la facoltà d’intervenire nelle valute dei paesi partecipanti allo SME, siccome questi

78 BNS a Delegazione del Consiglio federale per le questioni economiche generali (1979).

stessi paesi utilizzavano essenzialmente il dollaro USA, e non le valute comunitarie, per i loro interventi sui mercati dei cambi. Inoltre, la Banca nazionale era sempre meno convinta dell'utilità degli interventi sterilizzati. In altri termini, essa considerava con un certo scetticismo l'impatto che una modifica della composizione dell'attivo del suo bilancio avrebbe avuto sulla configurazione dei tassi di cambio. A suo avviso, il valore esterno del franco poteva essere influenzato solo dal grado di restrizione della politica monetaria, ossia dalla variazione del totale di bilancio e non dalla sua composizione. Di conseguenza, al fine di manifestare la propria volontà di cooperazione e di contribuire al rafforzamento delle relazioni tra la CE e la Svizzera sul piano monetario, la Banca nazionale decise di chiedere lo statuto di terzo detentore di ECU, statuto che ottenne nel gennaio 1989.

4.5.3 *La questione del regime di cambio*

A partire dalla metà degli anni ottanta, la conduzione della politica monetaria si fece più complessa. In un contesto di crescita economica relativamente sostenuta, l'orientamento monetario era divenuto più espansivo. Inoltre, verso la fine del decennio diversi shock esogeni avevano influito sulla domanda di moneta (cfr. 4.3.2 e 4.6.2). L'inflazione aveva fatto la sua ricomparsa: tra il 1989 e il 1993 superò il 2% all'anno e nel 1991 addirittura il 6%. In tali circostanze, la Banca nazionale esaminò a più riprese le alternative che le si offrivano in materia di politica monetaria e considerò, in particolare, l'opportunità di fissare il tasso di cambio.

Essa era motivata in tal senso soprattutto dall'esperienza austriaca. Dal 1979, infatti, lo scellino era ancorato al marco, non senza successo, ma ogni raffronto con la situazione del franco svizzero appariva inappropriato sotto diversi aspetti⁷⁹. Anzitutto, i tassi di interesse prevalenti in Svizzera erano tradizionalmente inferiori a quelli tedeschi, mentre non lo erano i tassi austriaci. Un ancoraggio del franco avrebbe quindi determinato un aumento dei tassi di interesse in Svizzera, a differenza di quanto era avvenuto in Austria. Inoltre, il differenziale tra i tassi svizzeri e tedeschi era più volatile di quello osservato tra i rendimenti tedeschi e austriaci, e ciò rispecchiava ancora una volta il carattere autonomo della politica monetaria elvetica. D'altra parte, l'apprezzamento reale del franco nei confronti del marco era stato più forte di quello registrato dallo scellino. Pertanto, con un tasso di cambio nominale fisso l'inflazione in Svizzera sarebbe stata superiore a quella in Austria e, *a fortiori*, in Germania. Va parimenti notato che le relazioni commerciali della Svizzera

⁷⁹ Cfr. in particolare Rich (1990b).

erano più diversificate rispetto a quelle austriache, essenzialmente incentrate sulla Germania. A seconda del valore esterno della moneta tedesca, l'ancoraggio del franco al marco avrebbe quindi potuto avere un impatto avverso sul tasso di cambio medio ponderato in base alle esportazioni, pregiudicando indebitamente l'interscambio della Svizzera con i paesi terzi o esercitando pressioni sul livello dei prezzi. Infine la Svizzera, in quanto importante centro finanziario senza restrizioni sui movimenti di capitali, doveva essere in grado di far fronte a una ricomposizione dell'attivo nei portafogli degli operatori economici non solo attraverso una variazione della quantità di moneta ma anche per il tramite di una fluttuazione del tasso di cambio.

La messa in discussione dell'autonomia di politica monetaria della Banca nazionale sarebbe stata tanto più rischiosa in quanto a quell'epoca il marco si accingeva a fronteggiare nuove sfide. Appariva poco opportuno legare la sorte del franco a quella del marco allorché la moneta tedesca rischiava di incontrare una serie di difficoltà derivanti dalla riunificazione tedesca e dai profondi cambiamenti intervenuti nei paesi dell'Europa centro-orientale, nonché nel momento in cui l'UEM stava prendendo forma.

4.5.4 *La sfida posta dall'Unione economica e monetaria*

Importanti sviluppi hanno interessato la CE negli ultimi decenni. Il rapporto Delors (1989), il trattato di Maastricht (1992), l'introduzione dell'euro, dapprima sotto forma di moneta scritturale (1999), poi di numerario (2002), costituiscono le principali tappe sotto il profilo monetario. Questi sviluppi e l'avvento della moneta unica, in particolare, sollevarono in Svizzera numerosi interrogativi che indussero la Banca nazionale a esaminare a più riprese il modo migliore di gestire i rapporti con le monete dei paesi della UE e con l'euro. Le questioni poste riguardavano i timori di un apprezzamento del franco e di un'accresciuta volatilità del cambio, il rischio di una perdita di autonomia monetaria e le conseguenze di un crescente impiego dell'euro in Svizzera che con il tempo avrebbe potuto marginalizzare il ruolo del franco.

Tuttavia, i timori e lo scetticismo che la Banca nazionale poteva nutrire nei confronti dell'UEM non furono confermati nell'immediato. Nel 1991, constatato che il rapporto Delors mirava alla stabilità dei prezzi, prevedeva l'indipendenza delle banche centrali e prospettava l'adozione di misure fiscali di accompagnamento, la Banca nazionale ritenne che l'unificazione monetaria non avrebbe comportato alcun problema dal momento che quei principi erano già condivisi dalla Svizzera⁸⁰. Nel 1995, però, la valutazione della

80 BNS, verbale della Direzione generale (1991), 29 agosto, n. 299/3.

situazione mutò radicalmente. Nel frattempo, la stabilità dei prezzi era stata ripristinata in Svizzera e il franco aveva riguadagnato vigore. In seno all'UEM, per contro, la crisi dello SME nel 1992 aveva intaccato la fiducia accumulata negli anni ottanta. In Germania l'opinione pubblica aveva cominciato a dubitare della capacità della futura moneta europea di rivelarsi altrettanto stabile del marco.

Per contrastare, all'occorrenza, un eccessivo apprezzamento del franco rispetto al marco o alla moneta unica, la Banca nazionale disponeva in teoria di tre alternative: poteva agganciare il franco alla moneta comune, limitare l'afflusso di capitali esteri, allentare la politica monetaria. Le prime due opzioni furono scartate in considerazione dei loro principali inconvenienti, messi in luce dall'esperienza degli anni settanta. L'ipotesi di un ancoraggio del franco fu respinta in quanto avrebbe comportato la perdita di autonomia monetaria: la responsabilità della politica monetaria sarebbe stata di fatto trasferita alla Banca centrale europea, e i tassi di interesse a breve termine si sarebbero allineati a quelli dell'area dell'euro. Il «bonus» d'interesse sarebbe andato ampiamente perduto. Quanto alle misure dirigistiche applicate negli anni settanta, come gli interessi negativi e le restrizioni agli impieghi, anch'esse furono escluse in quanto anacronistiche e inefficaci (cfr. 2.4.3). In un contesto di globalizzazione dei mercati finanziari, esse non avrebbero potuto in alcun modo influenzare i tassi di cambio e avrebbero inoltre creato distorsioni pregiudizievoli per l'economia. Fu quindi scelta la terza opzione. La Banca nazionale era del parere che un temporaneo allentamento della politica monetaria, in una fase di ristagno o di recessione conseguente a un'impena del franco, non avrebbero rappresentato una minaccia per la stabilità dei prezzi⁸¹.

La politica che la Banca nazionale intendeva seguire in una tale eventualità fu resa di pubblico dominio⁸². L'istituto di emissione annunciò che se il franco si fosse apprezzato in misura non desiderata, avrebbe lasciato agire dapprima gli stabilizzatori automatici, mantenendo nello stesso tempo una politica rigorosamente incentrata su un obiettivo di crescita monetaria. L'indebolimento congiunturale derivante dalla forza del franco avrebbe causato di per sé una riduzione dei tassi di interesse, sufficiente a frenare l'ascesa del franco e a impartire nuovo slancio all'economia. Nel caso in cui il calo dei tassi non fosse bastato a proteggere l'attività economica da un'eccessiva rivalutazione del franco, la Banca nazionale avrebbe potuto adottare un

81 BNS, verbale della Direzione generale (1995), 16 novembre, n. 470.

82 Cfr. Lusser (1996).

approccio più attivistico procedendo a un sensibile allentamento delle condizioni monetarie. Essa era chiaramente consapevole del fatto che, così facendo, avrebbe imboccato un percorso molto rischioso, perché la distensione monetaria cui avrebbe dovuto acconsentire per contenere una forte ascesa del franco avrebbe potuto compromettere la stabilità dei prezzi a medio termine. La BNS ammetteva in tal modo che non sarebbe stata verosimilmente in grado di impedire oscillazioni indesiderate del cambio se non abbandonando l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Essa avrebbe nondimeno evitato gli inconvenienti di un ancoraggio del franco all'euro.

La risposta adeguata a un apprezzamento eccessivo del franco fu oggetto di esame anche da parte di gruppi di lavoro della Commissione per la congiuntura⁸³ e dell'Amministrazione federale⁸⁴, ai quali parteciparono rappresentanti della Banca nazionale. Le analisi condotte da questi gruppi di lavoro pervennero sostanzialmente alle stesse conclusioni della BNS: l'opzione dell'ancoraggio offriva l'indubbio beneficio di trasmettere un segnale chiaro ai mercati, mentre il suo principale svantaggio era rappresentato dal rischio non trascurabile di una recrudescenza dell'inflazione a medio termine. Al riguardo furono avanzate due argomentazioni. Da un lato, il franco aveva mostrato da tempo, in particolare dopo il 1973, la tendenza ad apprezzarsi in termini reali, per cui il suo ancoraggio mediante un rapporto di cambio fisso con la moneta unica avrebbe comportato un tasso di inflazione più alto di quello prevalente in un sistema di cambi fluttuanti. Dall'altro, se questo apprezzamento era la conseguenza di una politica monetaria europea inflazionista, il legame del franco all'euro avrebbe rappresentato una soluzione precaria, poiché avrebbe sostituito l'inconveniente dell'inflazione importata a quello dell'apprezzamento del franco. In tali condizioni il ritorno alla stabilità dei prezzi avrebbe richiesto una modifica della parità più o meno a breve termine. L'esperienza storica mostra quanto difficile si sia sempre rivelato questo tipo di decisioni. Un ulteriore svantaggio, la cui incidenza era difficilmente stimabile a quell'epoca, sarebbe derivato dal probabile restringimento dei differenziali di interesse.

In pratica, i timori di un eccessivo apprezzamento del franco, così come quelli di una sua maggiore volatilità, risultarono infondati. Al contrario, dopo l'introduzione dell'euro la volatilità del franco diminuì. La politica monetaria condotta dalla Banca nazionale dimostrò altresì che la sua autonomia era rimasta integra. Infine, risultò immotivato anche il timore che diminuisse

83 Commissione per la congiuntura (1996).

84 La Suisse et l'Union économique et monétaire européenne (1998).

l'impiego del franco in Svizzera, timore che la BNS non aveva peraltro mai condiviso, dati gli elevati costi di transazione che avrebbe comportato l'utilizzo di due monete parallele. Solo nell'eventualità di un fortissimo aumento dell'inflazione – che d'altra parte la BNS non avrebbe mai tollerato – il consumatore avrebbe potuto ricavare un vantaggio dall'impiego dell'euro in Svizzera.

Le opzioni di politica monetaria delineate in precedenza restano valide indipendentemente dalla strategia adottata in Svizzera per le relazioni con la UE, esclusa quella dell'adesione. La sfera monetaria è infatti preservata sia in un regime di accordi settoriali bilaterali sia in caso di partecipazione della Svizzera allo Spazio economico europeo (SEE) o della scelta di una via solitaria. Il franco continua a essere la moneta nazionale e l'autonomia della politica monetaria è fundamentalmente garantita. Del tutto diversa sarebbe invece la situazione ove la Svizzera aderisse alla UE. In questo caso, il franco dovrebbe essere prima o poi abbandonato a favore dell'euro. La Banca nazionale entrerebbe a far parte del Sistema europeo di banche centrali e la politica monetaria attuata in Svizzera sarebbe quella dell'area dell'euro. La BNS non ha mai preso ufficialmente posizione sull'opportunità o sulla probabilità di un'adesione alla UE, riconoscendo così la preminenza della politica in questa materia, ma i suoi rappresentanti hanno più volte illustrato le conseguenze monetarie ed economiche di una simile scelta.

In caso di adesione della Svizzera alla UE, le conseguenze derivanti dall'adozione dell'euro non sarebbero sostanzialmente diverse da quelle di un ancoraggio, fatta eccezione per alcuni aspetti particolari. La sovranità monetaria della Banca nazionale andrebbe irrimediabilmente perduta, con il risultato che, a lungo termine, il tasso di inflazione in Svizzera sarebbe per lo più determinato dalla politica monetaria dell'area dell'euro. Alcuni fattori specifici presenti nell'economia svizzera continuerebbero senza dubbio a influenzare l'andamento dei prezzi sul mercato interno, senza che questi ultimi possano scostarsi sistematicamente dalla tendenza imposta dalla politica della BCE. Certo, questa perdita di autonomia monetaria sarebbe compensata in parte dalla possibilità per la BNS di partecipare alle decisioni di politica monetaria della BCE. Tuttavia, i rappresentanti della Banca nazionale hanno spesso sottolineato la modesta voce in capitolo di cui la Svizzera disporrebbe in seno a un simile organismo, nel quale il numero di paesi è destinato ad aumentare e dove taluni di essi esercitano un peso molto rilevante. Cesserebbero del tutto le oscillazioni del cambio e quegli inconvenienti legati a un'eventuale rivalutazione o volatilità eccessive del franco nei confronti dell'euro. In Svizzera e nella restante area dell'euro vigerebbero gli stessi tassi di interesse a breve. Quanto ai rendimenti a lungo termine, una forte riduzione

o addirittura il totale assorbimento del consueto scarto tra tassi nominali è un'ipotesi alquanto verosimile. La riduzione sarebbe più consistente di quella che comporterebbe un regime di semplice ancoraggio del franco, poiché si annullerebbe il premio a fronte della probabilità, ormai esclusa, di un'ulteriore modifica delle parità.

4.5.5 Tassi di cambio e conduzione della politica monetaria

La volontà di autonomia della Banca nazionale e il suo rifiuto di contemplare la possibilità di un rapporto di cambio fisso tra il franco e una moneta terza non significano per questo che l'istituto di emissione abbia trascurato l'andamento dei tassi di cambio nella sua azione monetaria. La questione del regime valutario va tenuta chiaramente distinta dal ruolo dei tassi di cambio. Per la Svizzera, in quanto piccola economia aperta, i cambi rivestono una grande importanza nella determinazione del tasso di inflazione: essi influenzano direttamente il livello dei prezzi attraverso l'andamento dei corsi dei beni scambiabili e indirettamente mediante il loro impatto sull'attività economica. Pertanto, un deprezzamento reale del franco riduce i prezzi di beni e servizi prodotti in Svizzera rispetto a quelli prodotti all'estero – e ciò vale tanto per il mercato interno quanto per quelli esteri – stimolando in tal modo la domanda di prodotti elvetici e quindi l'attività economica in Svizzera. Ne consegue una pressione al rialzo sui prezzi. In altri termini, l'autonomia monetaria di cui beneficia la Svizzera è un'autonomia del tutto relativa.

Nondimeno, un obiettivo interno espresso in termini di tasso di cambio non è mai stato formulato in modo implicito o esplicito. Sebbene alcuni osservatori abbiano talora ipotizzato l'esistenza di un simile obiettivo, ciò è probabilmente dipeso dall'evidente importanza che l'istituto di emissione ha annesso ai tassi di cambio. A questo riguardo, la fissazione nel 1978 di un limite inferiore di cambio rispetto al marco, e il fatto che tale soglia sia stata superata solo in rare occasioni fino all'avvento dell'euro, ha certamente avuto un peso non trascurabile⁸⁵ (cfr. 2.4.2, figura 2.8).

I rapporti di gestione della BNS menzionano espressamente il ruolo che l'andamento dei tassi di cambio svolge nella determinazione della politica monetaria, anche se le espressioni usate per commentarlo variano considerevolmente. Ad esempio, nel rapporto di gestione del 1982, l'allentamento della politica monetaria è definito opportuno, in particolare a causa «del rafforzamento del franco»⁸⁶, mentre in quello del 1985 la BNS spiegava di aver voluto

85 Cfr. Genberg e Kohli (1997).

86 BNS, 75° Rapporto di gestione 1982, sunto, p. 8.

mantenere una politica costante negli anni precedenti per evitare «eccessive oscillazioni nei tassi di interesse e nei cambi»⁸⁷. Da parte sua, il rapporto del 1986 precisa che, malgrado vi siano segni di surriscaldamento dell'economia, il margine di manovra della Banca nazionale può «essere compromesso da evoluzioni indesiderate sul mercato delle divise»⁸⁸. Il rapporto del 1989 ricorda a sua volta che la BNS ha deciso di ridurre l'offerta di moneta in misura maggiore di quanto previsto inizialmente specie in considerazione della debolezza del franco sul mercato dei cambi⁸⁹. Viceversa, il rapporto del 1990 rileva come la Banca nazionale abbia approfittato del margine di manovra offerto dalla accresciuta solidità del franco sui mercati dei cambi per allentare leggermente il grado di restrizione della politica monetaria⁹⁰.

Benché un apprezzamento indesiderato del franco possa essere compensato da un allentamento monetario, un'azione di questo tipo comporta rischi a medio termine per la stabilità dei prezzi. Così, il rapporto di gestione del 1995 notava che la Banca nazionale non avrebbe potuto «adeguare direttamente la politica monetaria al tasso di cambio, come parecchi gruppi d'interesse richiedevano. Allentando in modo nettamente più marcato la politica monetaria, si sarebbe probabilmente conseguito un indebolimento a breve termine del franco svizzero. A medio termine si sarebbe tuttavia messa a repentaglio la stabilità dei prezzi»⁹¹.

I tassi di cambio hanno continuato a essere menzionati anche negli anni seguenti. Nei rapporti di gestione del 1996, 1997 e 1998 la Banca nazionale afferma che si sarebbe riservata la possibilità «di reagire a sviluppi imprevisti, come forti oscillazioni del tasso di cambio o della domanda di moneta, per limitare, nella misura del possibile, ripercussioni nefaste sull'economia reale»⁹². Nel 1999, anno di introduzione dell'euro, il rapporto di gestione precisa che la Banca nazionale segue una strategia a medio termine, in virtù della quale dispone di un margine di manovra che le consente di prendere in considerazione anche «altri indicatori, come la situazione congiunturale e il tasso di cambio, determinanti per i movimenti del rincaro a più breve termine»⁹³. Nei primi mesi del 1999, la BNS cercò di «mantenere il rapporto di cambio tra il franco svizzero e l'euro il più stabile possibile»⁹⁴ e tale rapporto rimase

87 BNS, 78° *Rapporto di gestione 1985*, sunto, pp. 7–8.

88 BNS, 79° *Rapporto di gestione 1986*, sunto, p. 7.

89 BNS, 82° *Rapporto di gestione 1989*, sunto, pp. 11–12.

90 BNS, 83° *Rapporto di gestione 1990*, sunto, p. 10.

91 BNS, 88° *Rapporto di gestione 1995*, sunto, p. 10.

92 BNS, 89° *Rapporto di gestione 1996*, p. 29.

93 BNS, 92° *Rapporto di gestione 1999*, p. 33.

94 BNS, 92° *Rapporto di gestione 1999*, p. 40.

all'interno di un margine di fluttuazione molto ristretto anche durante la seconda metà dell'anno.

Infine, nel 2000 fu introdotta una nuova strategia di politica monetaria. Essa si fonda su una previsione d'inflazione elaborata sulla base di una serie di indicatori comprendente i tassi di cambio⁹⁵. Da allora, questi sono entrati esplicitamente a far parte della strategia monetaria della Banca nazionale.

4.6 La modernizzazione dello strumentario di politica monetaria

CRISTINA BORSANI, KARL HUG E THOMAS JORDAN

4.6.1 Introduzione

Negli ultimi tre decenni la conduzione della politica monetaria da parte della Banca nazionale è stata caratterizzata dal progressivo abbandono degli strumenti fondati sul potere sovrano in favore di quelli di natura negoziale. Dall'epoca dei cambi fissi la BNS aveva ereditato una vasta gamma di strumenti legali in forza dei quali poteva intervenire direttamente nei meccanismi di mercato (cfr. 2.4.3). Attraverso gli strumenti negoziali essa manovra invece i tassi di interesse e l'offerta di moneta in modo indiretto, acquistando e vendendo titoli sul mercato ovvero, erogando e assorbendo liquidità tramite crediti al settore bancario. In tal modo, la BNS determina la scarsità relativa di base monetaria nel settore bancario e quindi i tassi di interesse del mercato monetario. La Banca nazionale ha adeguato il proprio assetto operativo in funzione del nuovo contesto creatosi con la liberalizzazione dei cambi negli anni settanta. A partire dal 1998 lo strumentario della Banca è stato sottoposto a un profondo ammodernamento, anche alla luce dei fattori regolamentari e strutturali che avevano modificato la domanda di base monetaria da parte delle banche, nonché del nuovo obiettivo operativo assegnato alla politica monetaria (cfr. 4.4.3).

4.6.2 Dai coefficienti di liquidità agli obblighi di riserva

La domanda di base monetaria da parte delle banche dipende da tre fattori. Infatti, le banche detengono moneta della banca centrale per (1) rispettare il rapporto minimo prescritto per legge fra riserve liquide e passività a breve, (2) regolare i propri pagamenti e (3) far fronte a eventuali ritiri di depositi da parte della clientela. Nel corso degli anni recenti è andata

⁹⁵ BNS, 93° Rapporto di gestione 2000, p. 34.

diminuendo l'incidenza degli ultimi due fattori. Grazie al buon funzionamento del mercato monetario, le banche possono reintegrare rapidamente un inatteso deflusso di liquidità e quindi ridurre le riserve a fini precauzionali. Inoltre, un sistema dei pagamenti più efficiente e la possibilità di ottenere crediti infragiornalieri senza addebito di interessi consentono di gestire i pagamenti correnti con un minore volume di base monetaria.

Prima dell'entrata in vigore della nuova legge sulla Banca nazionale (LBN) nel 2004, le banche erano soggette a requisiti minimi di liquidità. Sino alla fine del 1987 tali prescrizioni imponevano di coprire una quota elevata, rispetto ai parametri internazionali, delle loro passività a breve con mezzi immediatamente disponibili, ossia banconote, monete e averi presso la BNS, presso le centrali di *clearing* riconosciute dalla Commissione federale delle banche (CFB) e presso la Posta. L'intento originario dei requisiti era di assicurare che le banche fossero sufficientemente premunite contro imprevisti ritiri di fondi da parte della clientela. Essi rientravano quindi nella sfera di competenza della CFB ed erano fissati nella legge sulle banche. Nondimeno, dato il loro influsso sulla domanda di base monetaria, avevano anche una forte rilevanza ai fini della politica monetaria.

Inoltre, la precedente legge sulla Banca nazionale (vLBN) consentiva alla BNS di imporre alle banche specifici obblighi di riserva. Mediante la manovra della riserva obbligatoria (o riserva minima) essa poteva condizionare direttamente la creazione di moneta e credito delle banche, senza dover agire sui tassi con operazioni di mercato aperto. Tuttavia, la BNS non si era più servita di tale strumento dal 1978, in quanto esso distorceva la concorrenza penalizzando le banche nazionali nei confronti di quelle estere⁹⁶.

L'osservanza del coefficiente di liquidità veniva verificato dalla Banca nazionale su incarico della CFB, ma unicamente a fine periodo, sicché la domanda di base monetaria da parte delle banche subiva un'impennata nell'ultimo giorno di ogni mese. Dato che la BNS soddisfaceva soltanto limitatamente la domanda aggiuntiva, a quella data i tassi *overnight* balzavano da un livello assai basso fino a quote in genere comprese tra il 30% e l'80%, talvolta addirittura a oltre il 100%. Questi sussulti dei tassi d'interesse ponevano due ordini di problemi: da un lato, rendevano più difficoltosa alle banche la programmazione della liquidità per la fine del mese, in quanto inducevano taluni operatori ad assumere posizioni speculative o di arbitraggio; dall'altro, la situazione di liquidità a fine mese condizionava il grado di restrizione monetaria⁹⁷. Talora la

96 BNS, *81^e Rapport de gestion 1988*, p. 40.

97 BNS, *Geldpolitische Bedeutung des Ultimos (1986)*, p. 6.

BNS era fortemente ostacolata nella conduzione della politica monetaria dalle variazioni aleatorie cui era soggetta la domanda di liquidità delle banche a tale data e dalle connesse forti oscillazioni dei tassi di interesse⁹⁸.

Al fine di mitigare il problema, agli inizi del 1988 il requisito di liquidità venne modificato nel senso che ogni istituto soggetto alla legge sulle banche doveva detenere la consistenza di cassa prescritta soltanto nella media mensile (calcolata dal 20 di un mese al 19 del mese seguente). Il coefficiente era fissato nella misura del 2,5% di tutti i depositi a vista e a termine (con scadenza entro 90 giorni) e di un quinto dei conti di risparmio. La modifica facilitò notevolmente la gestione della liquidità. Grazie alla revisione dei coefficienti, inoltre, gli eccessivi requisiti di liquidità imposti alle banche elvetiche scesero a un livello normale nel confronto internazionale.

Le banche si adeguarono prontamente alla nuova situazione. Esse cessarono quasi del tutto di richiedere liquidità aggiuntiva a fine mese, cosicché si ridussero drasticamente le impennate dei tassi *overnight*. La domanda di base monetaria da parte delle banche si contrasse anche per effetto dell'introduzione del sistema di regolamento elettronico SIC (*Swiss Interbank Clearing*, cfr. 5.2.3), che consentì infatti alle banche di economizzare ulteriormente liquidità. In seguito a queste due innovazioni, nel 1988 la consistenza media dei conti a vista presso la BNS, pari a 5,8 miliardi di franchi, risultò inferiore di 2,8 miliardi rispetto all'anno precedente. Con l'entrata in vigore della nuova legge sulla Banca nazionale nel 2004, le prescrizioni di liquidità sono state abolite nella legge sulle banche e sostituite con una moderna regolamentazione della riserva obbligatoria. Questa dovrebbe indurre le banche a esprimere una domanda minima di moneta della banca centrale, facilitando così la conduzione della politica monetaria, tuttavia senza più fungere da alternativa agli strumenti di tipo negoziale. È stato invece rimosso il complesso sistema di prescrizioni finalizzate al controllo diretto della creazione di moneta e di credito, che appariva nella vLBN sotto la stessa denominazione. La nuova regolamentazione della riserva obbligatoria ricalca piuttosto le passate prescrizioni sulla liquidità della legge sulle banche, pur distinguendosi per due aspetti essenziali: da un lato, non è più richiesta una copertura di liquidità per le passività verso le banche parimenti soggette all'obbligo di riserva; dall'altro, valgono come attività computabili ai fini della riserva soltanto gli averi in base monetaria (banconote e disponibilità in conto giro presso la BNS) e le monete metalliche. Non sono più considerati tali gli averi presso PostFinance e le centrali di *clearing* riconosciute dalla CFB. Lo strumento

98 Cfr. Birchler (1988), p. 78.

rientra quindi nella sfera di competenza esclusiva della Banca nazionale (art. 17, 18 e 22 LBN). Tali modifiche di legge hanno avuto un impatto molto meno marcato, rispetto alla revisione del 1987, sulla domanda di moneta della banca centrale.

4.6.3 *Dal controllo quantitativo alla manovra del tasso di interesse*

Diversamente dalla maggior parte delle altre banche centrali, per lungo tempo la BNS ha perseguito, nella conduzione della politica monetaria, un obiettivo operativo non di tasso d'interesse, bensì di crescita della quantità di moneta. Fino al 1996 essa desumeva dalla domanda stimata di banconote da parte dell'economia, che era a tenuta a soddisfare interamente, e dall'obiettivo intermedio per la base monetaria, un valore programmatico per gli averi sui conti giro delle banche presso la BNS (l'obiettivo operativo). Questo valore non veniva tuttavia pubblicato, per evitare il rischio di confusione con l'obiettivo strumentale in termini di base monetaria.

Nel 1996, alla luce della crescente incertezza circa l'evoluzione della domanda di moneta, la BNS modificò il proprio approccio operativo nell'attuazione della politica monetaria. Pur continuando a basare la propria azione sul mantenimento del livello degli averi nei conti giro in linea con il valore obiettivo, da quel momento avrebbe cercato di evitare oscillazioni dei tassi di interesse indesiderabili dal punto di vista della manovra monetaria. Essa era quindi pronta, in circostanze straordinarie, a influenzare direttamente l'andamento dei tassi permettendo uno scostamento del suddetto aggregato rispetto all'obiettivo.

Nel 1999, ritenendo che la base monetaria avesse troppo perso di significatività, la Banca nazionale sottopose la propria strategia di politica economica a un riesame approfondito. All'inizio del 2000 essa passò al controllo diretto dei tassi di interesse e annunciò come nuovo obiettivo operativo della politica monetaria una fascia di valori per il *Libor* a tre mesi⁹⁹. Con la pubblicazione di tale fascia l'assetto operativo della politica monetaria è divenuto più trasparente per i mercati e da allora l'ammontare degli averi sui conti giro ha una rilevanza di second'ordine ai fini della politica monetaria. La BNS controlla il *Libor* in modo indiretto mediante operazioni pronti contro termine (pct). Di regola il *Libor* a tre mesi è superiore al tasso pct, poiché esso si riferisce a crediti con scadenza più lunga e senza garanzia reale e incorpora quindi un premio a termine e per il rischio. La BNS impiega nella manovra monetaria un procedimento misto: qualora voglia impedire un aumento indesiderato

⁹⁹ BNS, 93° *Rapporto di gestione 2000*, pp.33 seg.

del *Libor* a tre mesi può abbassare il tasso pct, oppure offrire al tasso dato un maggior volume di liquidità al sistema bancario; per converso essa può provocare un rialzo del *Libor* innalzando il tasso pct, oppure limitando l'erogazione di liquidità al tasso dato. Questo approccio consente un controllo efficace e flessibile del *Libor* a tre mesi¹⁰⁰.

4.6.4 *Gli strumenti impiegati prima dell'avvento delle operazioni pronti contro termine*

Gli strumenti monetari di natura negoziale possono essere suddivisi in operazioni di mercato aperto e operazioni su iniziativa delle controparti. Nel caso delle prime è la Banca nazionale che attiva la transazione, fissandone l'ammontare e le condizioni in funzione delle proprie finalità di politica monetaria. Con le seconde, invece, le controparti possono in ogni tempo rifinanziarsi presso la BNS a condizioni stabilite anticipatamente. Fra le principali operazioni di mercato aperto, prima dell'introduzione delle operazioni pct nel 1988, figuravano gli *swaps* su valute, il ricollocamento di fondi federali e gli *swaps* su crediti contabili del mercato monetario. La BNS offriva alle banche due tipi di operazioni su iniziativa delle controparti, il risconto e le anticipazioni garantite. Ambedue i canali di rifinanziamento avevano avuto storicamente un effetto segnaletico dell'indirizzo monetario, che andava peraltro palesemente affievolendosi.

Dopo il passaggio ai cambi fluttuanti, a metà degli anni settanta, in Svizzera le operazioni sul mercato dei cambi, e in particolare gli *swaps* su valute, divennero lo strumento più importante per il controllo della liquidità. In ciò la BNS si distingueva dalla maggior parte delle altre banche centrali, che effettuavano allora le loro operazioni di mercato aperto non sul mercato valutario, bensì su quello dei titoli pubblici nazionali, ossia attuavano la politica monetaria attraverso l'acquisto e la vendita di obbligazioni di Stato sul mercato libero. In Svizzera, a quel tempo, ostavano a un tale approccio il trattamento fiscale delle transazioni in valori mobiliari e la scarsissima liquidità del mercato dei capitali. A causa delle piccole dimensioni del Paese e del livello assai basso del debito pubblico, lo spessore del mercato obbligazionario svizzero era infatti piuttosto modesto. Per contro, il mercato valutario – specie il mercato del dollaro – si caratterizzava già allora per l'ampio volume delle contrattazioni e offriva l'elevata liquidità necessaria per la conduzione della politica monetaria. Nei primi anni settanta la BNS aveva inizialmente ampliato o ristretto la base monetaria unicamente mediante acquisti o vendite di dollari.

¹⁰⁰ Cfr. anche Jordan (2005b).

Ma, per ragioni tecniche e al fine di ridurre il rischio di cambio, aveva ben presto privilegiato gli *swaps* su valute¹⁰¹. In uno *swap* di liquidità essa otteneva valuta estera da una banca commerciale contro la cessione di franchi svizzeri a pronti, che contestualmente vendeva a termine alla medesima banca. Le disponibilità sui conti giro delle banche interne crescevano quindi soltanto temporaneamente, ossia per la durata del contratto. Alla scadenza essi ritornavano automaticamente al livello di partenza, cosicché i mezzi liquidi nel sistema bancario scendevano al di sotto della quantità auspicata dalla BNS e domandata dalle banche. In tal modo le banche erano costrette a richiedere regolarmente liquidità alla Banca nazionale, facilitandole in molti casi la gestione della massa monetaria. Gli *swaps* erano di regola stipulati con scadenza da una settimana a tre mesi ed eventualmente rinnovati al termine della durata in funzione delle esigenze di politica monetaria. In circostanze eccezionali la scadenza fu portata fino a dodici mesi. In uno *swap* di assorbimento, operazione di segno inverso, la BNS acquisiva franchi svizzeri contro valuta estera cosicché le disponibilità sui conti giro subivano un temporaneo calo. Per lungo tempo la forma principale fu lo *swap* su dollari, mediante il quale la Banca nazionale metteva a disposizione delle banche il fabbisogno primario di liquidità. A partire dal giugno 1998, per motivi di diversificazione, essa effettuò parimenti *swaps* contro marchi tedeschi, e quindi contro euro.

Poiché secondo l'usanza i contratti in cambi vengono eseguiti e hanno quindi effetto sulla liquidità soltanto due giorni dopo la stipula, in caso di impreviste variazioni della liquidità la BNS doveva fare ricorso ad altri strumenti che le consentissero di influenzare prontamente le riserve libere del sistema bancario. In queste operazioni di *fine tuning* monetario la BNS collocava i fondi ricevuti in deposito dalla Confederazione – a proprio nome, ma per conto e a rischio della Confederazione – presso determinate banche. La scadenza dei fondi andava di norma da un giorno (*overnight*) a due anni. Mediante questo canale la BNS non creava nuova liquidità, ma si limitava a compensare i mezzi defluiti dal settore bancario al conto della Confederazione presso la banca centrale. In assenza di un loro ricollocamento vi sarebbe stato un drenaggio di liquidità. Lo strumento in parola poteva però essere impiegato soltanto se la Confederazione deteneva sufficienti disponibilità presso la BNS. Con il deteriorarsi delle finanze federali a partire dal 1992, tali depositi cominciarono a subire forti fluttuazioni, cosicché lo strumento perdette la necessaria flessibilità. Di conseguenza, nel settembre 1992 la BNS iniziò a effettuare operazioni di mercato aperto con crediti contabili della

101 BNS (1982), p. 173; Lusser (1983), pp. 4 seg.

Confederazione. Anche in queste transazioni non vi era alcuno sfasamento temporale fra la stipula e l'esecuzione, e pertanto esse divennero ben presto uno strumento flessibile per la manovra della liquidità nel breve periodo. La Banca nazionale acquistava i crediti contabili a pronti e contestualmente le rivendeva per una scadenza più lontana (*swaps* di liquidità). Talvolta, invece, essa sottraeva liquidità al mercato per brevi periodi eseguendo operazioni di segno opposto (*swaps* di assorbimento). La durata dei contratti andava da uno a sette giorni. Allo scopo di ricostituire le proprie disponibilità la BNS effettuava altresì acquisti definitivi, ma l'impiego di questo strumento era tuttavia limitato dal numero di crediti contabili emessi.

Nell'ambito degli strumenti tradizionali di politica monetaria il risconto di effetti cambiari scontabili e le anticipazioni garantite costituivano facilitazioni permanenti a disposizione delle banche per sopperire a temporanee strette di liquidità e al fabbisogno di fine mese. A partire dagli anni ottanta sostanzialmente la BNS concedette credito di risconto soltanto accettando effetti scontabili e crediti contabili a breve termine per un periodo prestabilito, in genere di cinque giorni, e ad un tasso di interesse normalmente pari al saggio ufficiale di sconto¹⁰². Con la progressiva perdita di importanza degli effetti scontabili e il definitivo disimpegno della BNS dal rifinanziamento delle cambiali di detentori di scorte obbligatorie (cambiali di scorta obbligatoria, cfr. 10.4.3), il tasso di sconto mantenne una certa importanza fino al 1999 soltanto come grandezza segnaletica. Questo ruolo venne in seguito assunto dalla fascia-obiettivo fissata per il *Libor* a tre mesi, cosicché la BNS cessò la sua pubblicazione nel 2000.

Mediante un'anticipazione garantita (credito *lombard*) la BNS erogava credito contro la costituzione in pegno di titoli. Su richiesta, essa fissava per ogni banca un determinato limite che questa doveva coprire con il deposito dei titoli. In caso di imprevista carenza di liquidità la banca poteva attivare l'anticipazione su titoli fino al limite consentito. Sotto il passato regime delle prescrizioni sulla liquidità di cassa, le banche utilizzavano questo canale – così come quello del risconto – quasi esclusivamente per finanziare il loro fabbisogno di tesoreria nell'ultimo giorno del mese. Visto che il tasso ufficiale sulle anticipazioni garantite, che la BNS adeguava soltanto periodicamente alle condizioni di mercato, a fine mese si situava quasi sempre al disotto del tasso del mercato monetario, le banche utilizzavano ogni volta l'intero margine disponibile a fini di arbitraggio, facendo venir meno lo scopo originario della facilitazione. Nell'intento di superare almeno parzialmente il problema,

102 BNS, 78° *Rapport de gestion* 1985, p.43.

la BNS contingentò questa forma di rifinanziamento applicando una politica molto restrittiva dei limiti, fissando una durata massima di utilizzo¹⁰³ e introducendo una procedura di preavviso per il finanziamento a fine mese. Essa rese inoltre più oneroso il ricorso alle anticipazioni imponendo una scadenza minima per il credito concesso¹⁰⁴.

Dopo che con l'introduzione delle nuove norme sulla liquidità di cassa vennero a cessare le impennate dei tassi di interesse a fine mese, nel maggio 1988 la Banca nazionale apportò alcune semplificazioni: revocò la procedura di preavviso – adottata per il controllo della creazione di liquidità a fine mese – e la durata minima per l'utilizzo del credito. Affinché le banche non abusassero delle anticipazioni su titoli facendone un normale canale di rifinanziamento, il 26 maggio 1989 il tasso ad esse applicato venne indicizzato, ragguagliandolo al tasso *overnight* più una maggiorazione (dapprima di un punto e quindi, dal 14 dicembre 1989, di due punti percentuali)¹⁰⁵. In questo modo fu possibile ripristinare la finalità originaria della anticipazioni su titoli, ossia il superamento a breve termine di impreviste strette di liquidità. Nel 1993 la BNS poté allentare anche l'ultima delle restrizioni, fissando i limiti secondo le richieste delle banche e non più sulla base di una formula interna. Con l'adozione della nuova prassi i limiti aumentarono in misura considerevole¹⁰⁶. Alla fine del 2005 la BNS ha definitivamente sostituito le anticipazioni garantite con le operazioni pronti contro termine a tasso speciale.

4.6.5 *Revisione integrale dello strumentario*

Alla metà degli anni novanta la Banca nazionale ritenne opportuno, per varie ragioni, sottoporre il proprio strumentario di politica monetaria a una completa revisione. Anzitutto, gli strumenti utilizzati a quel tempo limitavano fortemente il novero delle possibili controparti. In particolare, gli *swaps* su valute potevano essere conclusi soltanto con le banche che disponevano di sufficienti posizioni in divise estere, vale a dire i pochi istituti a operatività internazionale, e segnatamente le cinque grandi banche di allora. La BNS non era quindi in grado di ripartire la liquidità sull'intero sistema bancario. Questa funzione veniva assolta dalle grandi banche, che talvolta la sfruttavano a proprio favore. La scarsa concorrenza e l'inadeguata efficienza nel mercato monetario causavano tra l'altro fluttuazioni indesiderate della liquidità e dei tassi di interesse.

103 BNS (1989), p. 176.

104 BNS, 81° *Rapport de gestion* 1988, p. 32.

105 BNS (1989), pp. 177 seg.

106 BNS, 86° *Rapport de gestion* 1993, p. 60.

Inoltre, nella conduzione della politica monetaria la BNS dipendeva essenzialmente dai sistemi di pagamento esteri, dato che il suo strumento principale, gli *swaps* su valute, comportava la liquidazione dei pagamenti in valuta all'estero. Le operazioni non venivano eseguite secondo il principio «pagamento contro pagamento», sicché la BNS era esposta a un rischio di credito. Per la durata dello *swap* essa incorreva anche in un rischio di mercato, poiché il valore della copertura – gli averi in dollari – poteva per effetto delle variazioni di cambio scendere al di sotto dell'ammontare del credito e causare così una perdita in caso di inadempienza della controparte. Alla metà degli anni novanta, la BNS si vide poi esposta al pericolo che le autorità USA congelassero i suoi averi in dollari in connessione con la vertenza sul ruolo da essa avuto durante la seconda guerra mondiale (cfr. 10.5), il che costituì un ulteriore incentivo a ricercare strumenti alternativi di politica monetaria.

In tale contesto, la Banca nazionale vagliò la possibilità di regolare la liquidità mediante operazioni pronti contro termine (pct) in luogo degli *swaps* su valute, come già facevano da qualche tempo con successo altre banche centrali. In un'operazione pct il prenditore di fondi vende al prestatore determinati titoli impegnandosi contestualmente a riacquistare la stessa quantità dei medesimi titoli a una data ulteriore e ad un prezzo maggiorato dell'interesse patuito (tasso pct) per la durata dell'operazione. Dal punto di vista giuridico l'operazione si configura come la combinazione di una vendita e un acquisto di titoli, in forza della quale il prestatore di fondi acquisisce la proprietà dei titoli per la durata del contratto. Dal punto di vista economico si tratta invece di un credito assistito da garanzia reale: sebbene il prestatore sia il proprietario legale dei titoli ceduti, gli interessi fruttati dai titoli stessi continuano ad affluire al prenditore, che resta pertanto il beneficiario economico. Un'altra caratteristica essenziale dell'operazione pct è costituita dal diritto di richiedere durante la vita del contratto un adeguamento di valore qualora, per effetto delle variazioni di prezzo dei titoli, la garanzia del credito diventi insufficiente o eccessiva.

Rispetto agli strumenti tradizionali l'operazione pronti contro termine presentava tre vantaggi essenziali: in primo luogo, nella manovra dei tassi di interesse è superiore allo *swap* su valute in quanto, con la fissazione del tasso pct, la BNS fornisce al mercato un segnale esplicito su come essa giudica le condizioni presenti, mentre nel caso dello *swap* il tasso è implicito e va desunto dal rapporto di cambio e dal differenziale di interesse; in secondo luogo, la BNS ha potuto praticamente eliminare il rischio di credito nelle operazioni di mercato aperto, nonché ridurre il rischio di mercato per la durata del contratto grazie all'adeguamento di valore; infine, è stato possibile allargare

la cerchia delle controparti da poche banche a una molteplicità di istituzioni, consentendo così anche alle banche commerciali minori un accesso diretto alla liquidità della banca centrale, ciò che ha accresciuto l'efficienza del mercato monetario del franco svizzero.

4.6.6 *Sviluppo del mercato svizzero delle operazioni pronti contro termine*¹⁰⁷

Alla luce di tali vantaggi, la BNS decise di adottare le operazioni pct come strumento di politica monetaria. Comunque, poiché in Svizzera non esisteva ancora un mercato di questo tipo, fu prima necessario porre le basi per il suo sviluppo. Un ostacolo a ciò era da lungo tempo costituito dalla tassa di bollo. Essendo questa prelevata su ogni transazione indipendentemente dalla sua durata, essa sarebbe risultata proibitiva per le operazioni pct, aventi spesso scadenze assai ravvicinate. Su iniziativa della BNS e delle banche commerciali, con effetto dal 1° gennaio 1997 l'Amministrazione federale delle contribuzioni adottò una nuova interpretazione della legge federale sulle tasse di bollo (LTB), con cui faceva propria la prospettiva economica e qualificava l'operazione pronti contro termine come credito garantito¹⁰⁸, mentre in precedenza l'aveva considerata una combinazione di acquisto e di vendita di titoli. In tal modo le operazioni pct venivano esentate dalla tassa di bollo, aprendo la via allo sviluppo del corrispondente mercato. Ma affinché la BNS potesse impiegarle come strumento di politica monetaria, anche la legge sulla Banca nazionale doveva essere adeguata: con la revisione del 1997 la BNS acquisì la facoltà di concludere contratti pronti contro termine (art. 14 cpv. 2 e 2^{bis}, vLBN).

Per la BNS non si trattò tuttavia soltanto di introdurre un nuovo strumento operativo. Essa si adoperò fattivamente per lo sviluppo di un mercato svizzero ampio e standardizzato delle operazioni pct. La maggiore ampiezza avrebbe dovuto accrescere la liquidità del mercato monetario e la copertura delle operazioni interbancarie, mentre la standardizzazione mirava a favorire l'automazione delle procedure di regolamento e quindi a migliorare la sicurezza, l'efficienza e la trasparenza del mercato stesso. La BNS intendeva così portare un contributo alla stabilità del sistema finanziario elvetico¹⁰⁹.

L'introduzione relativamente tardiva delle operazioni pct in Svizzera ebbe il vantaggio di permettere la creazione di un sistema totalmente nuovo che, in termini di infrastruttura e di procedure, sarebbe poi risultato all'avanguardia

¹⁰⁷ Cfr. anche Cottier (1998), pp. 34 segg.

¹⁰⁸ Amministrazione federale delle contribuzioni (1998).

¹⁰⁹ Cfr. Jordan (2005a).

a livello mondiale. La sua concezione fu il frutto di una stretta collaborazione fra la Banca nazionale, le banche e i fornitori di servizi, e si ispirò in buona misura alla prassi internazionale. Le parti in causa erano concordi nel ritenere che l'operazione pct poteva diventare un efficace strumento del mercato monetario soltanto se veniva assicurata una liquidazione semplice e rapida dei contratti, se era disponibile una vasta gamma di titoli da impiegare come garanzia e se il sistema era accessibile a un'ampia cerchia di controparti potenziali. Queste condizioni sarebbero state realizzate attraverso una standardizzazione delle operazioni e l'adozione di procedimenti di liquidazione integrati e automatizzati. Ai fini della standardizzazione si provvide a creare determinati contratti-tipo e a raggruppare i titoli consegnabili in differenti panieri (*general collateral baskets*). I principali panieri vennero definiti dalla BNS e contenevano i titoli stanziabili, ossia accettabili dalla Banca nelle sue operazioni di politica monetaria. Non aveva rilevanza quali titoli specifici del paniere convenuto sarebbero stati impiegati dalle controparti, in quanto i titoli stessi fungevano esclusivamente da garanzia del buon esito dell'operazione, trattandosi nella fattispecie di acquisizione o di investimento a breve termine di liquidità e non di prestito di determinati valori.

Per la stipula delle operazioni pct lo SWX Swiss Exchange sviluppò una nuova piattaforma di negoziazione (Eurex Repo). Questa venne allacciata al sistema di regolamento in titoli SECOM della SIS SegInterSettle SA (SIS), che era già collegato con il sistema di pagamento lordo in tempo reale SIC. In tal modo, dal giugno 1999 la *Swiss Value Chain* poté essere impiegata anche per i pronti contro termine (cfr. 5.2.6). La SIS venne ad assumere una funzione cardine nella liquidazione delle operazioni e nella gestione del rischio. Nella sua veste di *triparty-service-provider*, alla stipula di un contratto essa attiva automaticamente tutte le procedure di regolamento in base al principio «consegna contro pagamento». Grazie al suo sistema di gestione del rischio, la SIS limita i rischi di credito e di mercato dei partecipanti per tutta la durata dell'operazione. A questo fine computa quotidianamente (da metà 2005 due volte al giorno) le posizioni in essere di ogni coppia di controparti, valutando la copertura in titoli ai prezzi di mercato in riferimento al corrispondente credito di cassa. Allorché la differenza fra le due grandezze supera il limite di tolleranza reciproco che le controparti hanno fissato unilateralmente, il sistema provvede a ripianarla automaticamente mediante il trasferimento di titoli o di denaro. Sul piano dell'efficienza e della riduzione del rischio, la SIS occupa una posizione di preminenza a livello internazionale.

Le negoziazioni pct in franchi iniziarono il 20 aprile 1998 su base telefonica. Ancora nello stesso anno la BNS permise anche alle banche estere di

accedere alle sue operazioni pct di politica monetaria. Per agevolare la loro partecipazione si decise ad accettare anche i titoli di stato denominati in euro e i *Jumbo-Pfandbriefe* tedeschi, nella misura in cui tali strumenti soddisfacevano gli elevati standard in termini di merito di credito dell'emittente e di liquidità. La BNS si prefiggeva con questa estensione di accrescere la liquidità del mercato delle operazioni pronti contro termine. Dopo l'entrata in vigore della nuova legge sulla Banca nazionale il 1° maggio 2004, è stato possibile ampliare notevolmente il ventaglio dei titoli ammissibili (art. 9 cpv. 1 lett. c, LBN, cfr. 9.6.5). La SIS ha pertanto dovuto potenziare corrispondentemente la sua rete di connessioni con i depositari esteri di titoli.

4.6.7 *Le operazioni pct come moderno strumento di politica monetaria*

Con l'avvio delle operazioni pct in franchi, la Banca nazionale iniziò ad utilizzare questo canale per la regolazione della liquidità. L'introduzione di tali operazioni, pensate inizialmente soltanto come complemento, comportò una radicale modernizzazione dello strumentario di politica monetaria della Banca. Già nel corso del 1998 gli *swaps* su valute persero fortemente di importanza e nel febbraio 2000 la BNS ne cessò l'impiego. Anche gli *swaps* su crediti contabili del mercato monetario erano stati interamente rimpiazzati dalle operazioni pct pochi mesi dopo l'avvento di queste ultime. A partire dal novembre 1999 la BNS rinunciò altresì al ricollocamento dei fondi della Confederazione. Grazie alle molteplici e flessibili possibilità di impiego, le operazioni pct avevano così assunto in poco tempo il ruolo di più importante strumento di politica monetaria della Banca nazionale. L'ammontare delle operazioni pct in essere era già salito a poco meno di 20 miliardi di franchi nel 1999 e in seguito non è più variato in misura considerevole. A fine 2005 la BNS aveva infine sostituito anche le anticipazioni su titoli con operazioni pct a tasso speciale. Da allora tutti gli interventi ordinari di politica monetaria sono basati su operazioni pct. Gli strumenti tradizionali sono ormai previsti unicamente per affrontare situazioni straordinarie (cfr. 7.4.4)¹¹⁰.

Le operazioni pct consentono in ogni momento alla Banca nazionale di immettere liquidità addizionale nel sistema bancario ovvero di assorbirne la liquidità eccedente. La BNS fissa le condizioni (durata, tasso e ammontare) delle operazioni di mercato aperto (rifinanziamento principale e *fine tuning*) in base alle proprie esigenze¹¹¹. Le operazioni di rifinanziamento principali sono concluse quotidianamente con le banche mediante procedura d'asta,

¹¹⁰ BNS, Directives générales de la Banque nationale suisse (2004), p. 3.

¹¹¹ Cfr. anche Jordan (2005b).

secondo il metodo a tasso fisso. La BNS, in quanto erogatrice di liquidità, stabilisce il tasso pct prima dell'inizio dell'asta, mentre le banche comunicano in corso d'asta il volume di fondi che intendono acquisire a detto tasso. Se al termine del procedimento la domanda totale supera l'ammontare previsto dalla BNS, le offerte pervenute vengono ridotte proporzionalmente. Pochi minuti dopo la chiusura dell'asta la BNS comunica a ogni banca partecipante l'importo aggiudicato. Essa determina la durata delle operazioni di rifinanziamento principali in modo tale che le banche debbano richiedere liquidità pressoché ogni giorno, al fine di mantenere la consistenza dei conti giro al livello necessario per adempiere all'obbligo di riserva. Ciò consente alla BNS di ridefinire quotidianamente il tasso pct così da influenzare nel modo voluto i tassi del mercato monetario. Talvolta la Banca sottrae invece liquidità al mercato: in questi casi essa interviene come prenditrice di fondi, cedendo temporaneamente titoli contro l'addebito dei conti giro, mediante le cosiddette operazioni pct di assorbimento.

Le operazioni di *fine tuning* – come in passato gli *swaps* su crediti contabili del mercato monetario o il ricollocamento di fondi della Confederazione – servono a compensare influssi esogeni indesiderati sulle condizioni di liquidità e a smorzare forti oscillazioni dei tassi del mercato monetario. La BNS effettua interventi di *fine tuning* anche sotto forma di operazioni pct bilaterali concluse con determinate banche, quando intende influire sulla distribuzione della liquidità nel sistema bancario. Le condizioni applicate a tali operazioni possono discostarsi da quelle previste per le operazioni di rifinanziamento principali.

Dall'ottobre 1999 la BNS mette a disposizione delle controparti nelle operazioni pct liquidità infragiornaliera a tasso nullo, allo scopo di facilitare il regolamento dei pagamenti nel SIC e delle transazioni valutarie nel *continuous linked settlement* (cfr. 5.2.6). Tale liquidità deve essere rimborsata entro la fine della medesima giornata operativa; per questa ragione non viene computata ai fini della riserva obbligatoria. Nel 2006 le banche avevano attinto liquidità infragiornaliera per un ammontare medio quotidiano di 7,1 miliardi di franchi.

In sostituzione delle anticipazioni su titoli, nel 2004 è stato creato un meccanismo di rifinanziamento straordinario su base pronti contro termine. Esso è a disposizione delle banche per superare momentanee e inattese carenze di liquidità e viene attivato sotto forma di operazione pct a tasso speciale. Quest'ultimo, analogamente al tasso sulle anticipazioni, si situa due punti percentuali al di sopra del tasso *overnight*, affinché le banche non si servano di tale strumento come fonte permanente di rifinanziamento, snaturandone lo scopo. Presupposto per l'utilizzo del meccanismo, così come per le

anticipazioni su titoli, è la disponibilità di un limite di credito presso la BNS. Entro questo limite le banche possono ottenere liquidità mediante operazioni *overnight*. Il limite deve essere costantemente coperto con titoli stanziabili, che vengono custoditi in un deposito cauzionale «BNS» intestato al nome della controparte presso la SIS.

Con l'introduzione delle operazioni *pct*, è stato possibile ricondurre tutti gli strumenti necessari alla gestione corrente della politica monetaria a un'unica fattispecie negoziale, che può essere impiegata sia in sede d'asta con tutte le banche, sia su base bilaterale con singole istituzioni, e che viene quindi trattata automaticamente mediante il sistema *Swiss Value Chain*.

4.7 Rinuncia agli interventi diretti

GUIDO BOLLER

4.7.1 Introduzione

A partire dagli anni ottanta la Banca nazionale ha fatto ricorso in misura crescente a strumenti di tipo negoziale (cfr. 4.6.1). Al tempo stesso essa cominciò a smantellare lo strumentario basato sul potere sovrano. Quest'ultimo era stato ampliato soprattutto all'epoca dei cambi fissi, ma anche in periodi successivi, quando il franco svizzero fu soggetto a forti spinte al rialzo (cfr. 2.4.3). Molti dei dispositivi vennero inizialmente introdotti con decreti urgenti al tempo in cui la BNS perseguiva contemporaneamente tre obiettivi potenzialmente in conflitto: libera circolazione dei capitali, parità di cambio fissa e stabilità dei prezzi. Nel 1978 gli strumenti erano stati infine recepiti nella legge sulla Banca nazionale¹¹².

La BNS ha sempre conformato l'impiego degli strumenti alle esigenze specifiche di politica monetaria e valutaria. Gli ultimi anni sessanta e i primi anni settanta furono caratterizzati da una fase di surriscaldamento congiunturale. A quel tempo la BNS pose dei limiti alla raccolta creditizia dei residenti sia sul mercato interno sia all'estero, allo scopo di raffreddare l'economia. La svolta recessiva seguita al primo shock petrolifero rese superflue tali misure, che vennero pertanto abrogate nel 1975. Rimasero tuttavia in vigore le disposizioni concernenti le emissioni obbligazionarie e azionarie di prenditori interni. In alcuni anni le emissioni furono soggette a massimali e all'autorizzazione di una commissione apposita. Nell'ultima parte degli anni settanta,

¹¹² Per una panoramica delle diverse misure cfr. BNS (1982), capitolo 9.

tuttavia, di fatto la commissione non impose più alcun limite al volume delle emissioni soggette a autorizzazione.

La seconda metà di quel decennio fu contraddistinta dall'afflusso di capitali esteri e dal connesso forte apprezzamento del franco svizzero. La BNS fece ricorso a vari provvedimenti amministrativi per frenare questa evoluzione, come il divieto di corrispondere interessi sui conti in franchi intestati a stranieri, l'addebito di gravose commissioni su questi stessi conti e l'imposizione di vincoli all'acquisto di titoli svizzeri da parte dei non residenti.

Nonostante tutte queste misure l'ascesa del franco poté essere contenuta solo quando, nel 1978, la BNS passò temporaneamente dal controllo dell'offerta di moneta al perseguimento di un obiettivo di cambio. In questa fase essa dovette riconoscere che i vincoli all'afflusso di capitali non erano un mezzo idoneo per conseguire obiettivi di politica monetaria e valutaria, tanto più che essi venivano facilmente elusi (cfr. 2.4.3). Di conseguenza, agli inizi degli anni ottanta la BNS liberalizzò completamente le importazioni di capitali dall'estero.

Gli strumenti con cui la BNS regolava le esportazioni di capitali rimasero invece sostanzialmente invariati durante gli anni settanta. Sia la concessione di prestiti a non residenti, sia l'emissione di titoli denominati in franchi da parte di mutuatari esteri continuavano a essere sottoposti ad autorizzazione. Con questi dispositivi la Banca nazionale si prefiggeva di controllare l'internazionalizzazione della moneta elvetica e, nel contempo, di ampliare lo spazio di manovra della politica monetaria. Al medesimo fine era diretta la sua competenza, iscritta nella legge sulle banche, di influenzare direttamente il tasso di interesse delle obbligazioni di cassa emesse dalle banche svizzere, prerogativa di cui la BNS si servì anche dopo il passaggio al regime di cambi flessibili.

L'esperienza della seconda metà degli anni settanta, che aveva mostrato come l'eccessivo apprezzamento del franco non potesse essere contrastato con provvedimenti amministrativi, indusse infine la BNS a riconsiderare la propria politica anche in merito al ruolo internazionale della moneta svizzera. A ciò contribuì anche il fatto che nel frattempo i cambi flessibili erano stati accettati mondialmente. Nel 1978 il Fondo monetario internazionale (FMI) autorizzò tale regime di cambio con l'entrata in vigore del secondo emendamento allo statuto del Fondo. Veniva così sancita sul piano istituzionale una situazione di fatto esistente dalla fine del sistema dei cambi fissi di Bretton Woods. L'accettazione del nuovo assetto era stata favorita anche dalla letteratura economica che dimostrava la superiorità dei cambi flessibili rispetto alle parità fisse. Al tempo stesso, nel dibattito scientifico si era andata affermando la consapevolezza che i tassi di cambio erano influenzabili dalla politica

monetaria e dalle aspettative circa il futuro corso di quest'ultima, mentre risultavano inefficaci i tentativi di manovrare i cambi con interventi nel meccanismo di mercato¹¹³.

In tale contesto, nel 1980 la BNS diede avvio a una politica di «internazionalizzazione controllata»¹¹⁴ del franco svizzero. Essa rivide e allentò le disposizioni sulle esportazioni di capitali. Le considerazioni di politica monetaria non erano più in primo piano. Le regole sull'esportazione di capitali dovevano piuttosto contribuire a trattenere in Svizzera le emissioni obbligazionarie in franchi – e quindi un'importante fonte di entrate fiscali – nonché a proteggere un ambito d'attività del settore bancario nazionale. Gli interessi della Confederazione e del sistema bancario venivano così ad assumere un ruolo preminente, condizionando, anche negli anni successivi, la portata e i tempi della liberalizzazione. La Direzione generale della BNS si dichiarò più volte per una libera circolazione dei capitali, ma si decise ad allentare la normativa solo in modo lento e graduale. Dovettero trascorrere quasi 25 anni prima che cadessero le ultime restrizioni.

4.7.2 Abolizione delle prescrizioni in termini di quantità e di prezzo: 1982–1987

All'inizio degli anni ottanta le esportazioni di capitali e l'emissione delle obbligazioni di cassa erano i due ambiti in cui la BNS manteneva ancora in vigore misure amministrative. La base giuridica delle disposizioni sui capitali in uscita era allora costituita dall'articolo 8 della legge sulle banche, di cui era prevista una revisione imminente. La Direzione generale colse l'occasione per verificare se detto articolo non potesse essere integrato nella legge sulla Banca nazionale, adattandolo così alle esigenze della BNS. A questo scopo istituì un gruppo di lavoro apposito¹¹⁵, il quale giunse alla conclusione che i provvedimenti amministrativi per la regolazione delle esportazioni di capitali non si giustificavano più in base a criteri di politica monetaria¹¹⁶. La loro unica finalità rimaneva quella di impedire che le emissioni obbligazionarie in franchi emigrassero all'estero. Il pericolo era reale, poiché a quel tempo le banche svizzere erano sfavorite rispetto alle concorrenti straniere a causa della tassa di bollo sulle emissioni di titoli. Le disposizioni sulle esportazioni di capitali avrebbero dovuto compensare tale svantaggio competitivo, permettendo così di trattenere in Svizzera l'attività di emissione e il connesso substrato fiscale.

113 Cfr., ad esempio, Kenen (1994), p. 518.

114 BNS (1982), p. 203.

115 BNS, verbale della Direzione generale (1982), 25 marzo, n. 179.

116 BNS, verbale della Direzione generale (1982), 27 maggio, n. 299.

Il gruppo di lavoro propose pertanto di allentare le disposizioni in materia, conservando però in vigore le prescrizioni che miravano a contrastare la debolezza concorrenziale delle banche elvetiche risultante dalla tassa di bollo.

La Direzione generale, pur condividendo nell'insieme tale visione, si mostrò critica nei confronti di una motivazione fiscale delle norme sulle esportazioni di capitali¹¹⁷. Essa era disposta, nell'ottica di una soluzione pragmatica, ad accettare una tutela limitata nel tempo del substrato impositivo della tassa di bollo, ma considerava inopportuno che l'istituto di emissione dovesse piegarsi in modo permanente a siffatte esigenze fiscali.

L'adesione al principio della libera circolazione dei capitali era inequivoca, ma alle parole seguirono solo fatti modesti. In seno alla Direzione generale prevalsero infine le considerazioni di ordine politico: non si dovevano mettere a repentaglio le entrate tributarie della Confederazione e quindi non poteva essere eliminata la protezione delle banche nazionali. Inoltre, la Direzione permaneva dell'opinione che, nonostante i dubbi circa la loro efficacia, per ragioni di politica monetaria fosse comunque prudente serbare certe misure amministrative, in previsione di tempi più difficili. Riteneva che sarebbe stato pericoloso rinunciare a ogni possibilità di regolamentare le esportazioni di capitali e forzare troppo la liberalizzazione.

La revisione della legge sulle banche non andò in porto, e pertanto l'articolo 8 rimase invariato. Tuttavia, la Direzione generale adeguò gradualmente le disposizioni sull'esportazione di capitali nel senso delle considerazioni sopradette, semplificando le procedure ed eliminando quei vincoli che nuocevano all'operatività delle banche nazionali. Nel 1987 restavano in sostanza ancora l'obbligo di autorizzazione per le emissioni e per l'erogazione di crediti a mutuatari esteri, nonché la regola sulla sindacazione. Questa prescriveva che le emissioni obbligazionarie denominate in franchi svizzeri potessero essere collocate unicamente ad opera di istituzioni residenti in Svizzera o – in virtù dell'Accordo monetario – nel Principato del Liechtenstein.

Anche nell'ambito delle obbligazioni di cassa, all'origine l'impiego di misure amministrative era stato dettato prevalentemente da motivazioni di politica monetaria. L'articolo 10, capoverso 1 LBCR prescriveva alle banche di notificare in anticipo gli aumenti del tasso sulle obbligazioni di cassa. In base al capoverso 2 dello stesso articolo, la BNS aveva la facoltà di impedire tali aumenti. Essa disponeva pertanto di uno strumento per influenzare determinati tassi di interesse in modo diretto e non per il tramite di interventi sui mercati monetari e valutari.

¹¹⁷ BNS, verbale della Direzione generale (1982), 27 maggio, n. 299.

Il predetto gruppo di lavoro esaminò anche le disposizioni riguardanti le obbligazioni di cassa e raccomandò alla Direzione generale di abrogarle completamente, essendo venuta meno la loro motivazione giuridica ed economica. La Direzione non accolse tale proposta¹¹⁸. Anche in questo caso ebbero un ruolo determinante le ragioni di ordine politico. Infatti, le banche finanziavano una parte dei crediti ipotecari mediante l'emissione di obbligazioni di cassa, il cui tasso di interesse era quindi strettamente collegato, attraverso il tasso ipotecario, al livello dei canoni di affitto, un aspetto questo politicamente assai delicato. La Direzione volle quindi riservarsi la facoltà di influenzare i tassi sulle obbligazioni di cassa, sebbene ormai da vari anni essa non avesse più esercitato tale potere. Al fine di impedire un'elusione delle regole era inoltre intenzionata a estendere il concetto di obbligazione di cassa anche ad altri strumenti debitori di tipo analogo.

In conseguenza della mancata revisione della legge sulle banche l'articolo 10 non fu emendato, né venne ampliato il suo ambito di applicazione. Ma anziché impiegare lo strumento in modo più restrittivo, negli anni seguenti la BNS allentò gradatamente la sua politica in relazione alle obbligazioni di cassa. Infatti, la Direzione generale riteneva che una strategia orientata al controllo degli aggregati monetari potesse ormai rinunciare a interventi diretti di tipo amministrativo sui tassi di interesse¹¹⁹. Nel 1987 restava in vigore solo la disposizione che imponeva alle banche di comunicare alla BNS con due giorni di anticipo un aumento dei tassi di interesse. Tuttavia, la BNS non fece più uso della sua facoltà di dissuadere le banche dall'attuare l'aumento previsto. Peraltro, già a partire dal 1984 aveva cessato di informare le banche sulle comunicazioni ricevute, com'era solita fare in precedenza. Essa non intendeva più assecondare un comportamento di tipo cartellistico; voleva cioè evitare che gli aumenti dei tassi fossero «collettivizzati»¹²⁰.

4.7.3 Revoca dell'obbligo di autorizzazione per le esportazioni di capitali: 1988–1995

Con effetto dal 27 ottobre 1988, la Banca nazionale concesse un'autorizzazione generale per i crediti in franchi erogati dalle banche svizzere a mutuatari residenti all'estero. Il vincolo di autorizzazione per singole operazioni venne mantenuto soltanto per certi paesi (ad esempio il Sudafrica).

118 BNS, verbale della Direzione generale (1982), 25 marzo, n. 179.

119 BNS, verbale della Direzione generale (1984), 1° novembre, n. 491.

120 BNS, verbale della Direzione generale (1984), 1° novembre, n. 491.

La Direzione generale motivò tale liberalizzazione anche con il fatto che nel caso dei crediti e degli *swaps* – diversamente dalle emissioni obbligazionarie – non vi erano ragioni fiscali per conservare la regola di sindacazione¹²¹. Volle invece mantenere le prescrizioni concernenti l'attività di emissione, pur essendo consapevole che in tal modo avrebbe rinunciato ai vantaggi di una politica liberale, ossia una maggiore concorrenza e un cambiamento strutturale capace di assicurare la competitività della piazza finanziaria elvetica.

Nondimeno, anche i vincoli alle emissioni divennero sempre meno sostenibili. Ciò a causa degli sviluppi sul piano internazionale, in particolare nell'ambito della Comunità europea (CE). Nel luglio 1988 i ministri economici e finanziari della CE convennero di sopprimere entro la metà degli anni novanta tutti i controlli sui movimenti dei capitali nell'area comunitaria. Nello stesso anno i capi di Stato e di governo ordinarono uno studio volto a individuare le modalità di attuazione di un'Unione economica e monetaria. Lo studio, apparso nel 1989, sfociò l'anno seguente nella decisione di costruire l'Unione in tre fasi.

La dinamica posta in atto dalla CE nel realizzare le quattro libertà del mercato unico – libertà dei mercati dei beni e dei servizi e libera circolazione delle persone e dei capitali – fece sentire il suo influsso anche sulla Svizzera. Unitamente agli altri Stati membri dell'Associazione europea di libero scambio (AELS) la Confederazione negoziò l'Accordo sullo spazio economico europeo (SEE). L'adesione della Svizzera allo SEE avrebbe comportato l'emendamento delle restanti disposizioni sui movimenti di capitali, e in particolare quelle concernenti i sindacati di collocamento, affinché anche le banche insediate in uno Stato membro della CE potessero partecipare all'emissione di obbligazioni in franchi svizzeri.

Tuttavia, l'adesione allo SEE venne respinta dal popolo nella votazione del 6 dicembre 1992. Il Consiglio federale decise comunque di portare avanti vari progetti di legge originariamente collegati all'ingresso nello SEE sotto la denominazione «Swisslex». Così, con effetto dal 1° aprile 1993, venne revocato il diritto di bollo sulle emissioni in franchi di mutuatari esteri. Ciò consentì alla BNS di sostituire, a partire dalla stessa data, le norme sulla sindacazione con il «principio dell'ancoraggio», applicato anche in altri paesi europei, in base al quale soltanto l'istituzione capofila del consorzio di emissione avrebbe dovuto risiedere ed espletare le funzioni tipiche di questo ruolo in Svizzera o nel Principato di Liechtenstein. In precedenza tutte le banche che

121 BNS, verbale della Direzione generale (1988), 20 ottobre, n. 450.

desideravano partecipare a un consorzio di collocamento dovevano risiedere in Svizzera o nel Liechtenstein.

La Banca nazionale motivò la decisione anche con il fatto che in assenza di una tale liberalizzazione si sarebbe ulteriormente ridotta l'incidenza del franco svizzero nel mercato obbligazionario internazionale. Mentre in passato la BNS si era opposta a una internazionalizzazione del franco, adesso temeva che fosse in pericolo l'importanza della moneta svizzera nell'attività di emissione. Un'altra ragione addotta dalla BNS era che nel nuovo contesto vi era da attendersi una minore disponibilità delle banche centrali estere ad assicurare un'applicazione rigorosa delle regole di sindacazione svizzere¹²². In effetti, per far sì che anche le istituzioni estere rispettassero tali norme, le banche centrali dovevano poter contare su un'assistenza reciproca. Ora, però, la liberalizzazione in atto nella CE metteva in questione questo tipo di collaborazione. D'altro canto, la Direzione generale non intendeva rinunciare del tutto a una regolamentazione delle emissioni. Essa giudicava il principio dell'ancoraggio necessario affinché la BNS potesse ulteriormente acquisire le informazioni desiderate sull'attività di emissione in franchi svizzeri e contare su interlocutori competenti all'interno del Paese.

Sempre nell'ambito del progetto Swisslex fu parzialmente riveduta la legge sulle banche, revocando la competenza della BNS a intervenire in qualsiasi momento direttamente sui movimenti di capitali. Per contro, in forza del nuovo articolo 8 della LBCR, il Consiglio federale si vide attribuita la facoltà di introdurre un obbligo di autorizzazione qualora un deflusso straordinario di fondi a breve termine avesse messo seriamente a repentaglio la politica monetaria e valutaria. Al tempo stesso, in base all'articolo 7, capoverso 5, la BNS veniva abilitata ad adottare le misure necessarie per sorvegliare l'evoluzione del mercato delle emissioni in franchi svizzeri, e su questa disposizione essa poté basare il mantenimento del principio dell'ancoraggio. Infine, fu del tutto abrogato l'obbligo delle banche di notificare alla BNS gli aumenti del tasso sulle obbligazioni di cassa.

La legge sulle banche emendata entrò in vigore il 1° febbraio 1995. Alla stessa data la BNS modificò corrispondentemente la circolare sull'obbligo di notifica delle banche per le emissioni in franchi svizzeri, cosicché venne a cadere il vincolo dell'autorizzazione ufficiale per tali operazioni. Il principio dell'ancoraggio fu collegato a un obbligo di segnalazione. Le esportazioni di capitali non erano pertanto più assoggettate ad alcuna restrizione. All'atto della stesura della nuova circolare, la Direzione generale si pose la questione

¹²² BNS, verbale della Direzione generale (1992), 26 novembre, n. 510.

se le restanti competenze ai termini della legge sulle banche giustificassero il mantenimento di una regolamentazione relativamente complessa¹²³. La risposta fu affermativa, in considerazione delle esigenze statistiche (i dati sulle emissioni obbligazionarie potevano essere rilevanti ai fini della politica monetaria) e del lieve sostegno protezionistico offerto alla piazza finanziaria elvetica.

4.7.4 Completa liberalizzazione nel periodo 1996–2004

Gli anni fra il 1996 e il 2004 furono caratterizzati dalla crescente discrepanza fra il processo di integrazione mondiale dei mercati finanziari e le norme in forza delle quali determinate attività connesse con l'emissione di obbligazioni in franchi svizzeri dovevano necessariamente essere effettuate in Svizzera. In effetti, taluni paesi che a suo tempo erano serviti da riferimento nella formulazione del principio dell'ancoraggio, come Germania, Regno Unito e Francia, avevano ulteriormente liberalizzato i propri mercati. Pertanto, la BNS non poteva più contare sul sostegno delle banche centrali estere per fare rispettare il divieto di emettere titoli in franchi svizzeri al di fuori della Confederazione. Le banche centrali non avevano più alcun interesse all'assistenza reciproca in questo ambito, semplicemente perché ne era venuto meno il bisogno. Alla BNS non rimaneva che l'arma della *moral suasion*¹²⁴. Le banche residenti all'estero che intendevano lanciare un'emissione in franchi furono richiamate all'osservanza del principio dell'ancoraggio, in base al quale la capofila di una tale emissione doveva essere insediata in Svizzera. In tutti i casi accertati le banche tennero conto della raccomandazione. La BNS non era però in grado di verificare se la conduzione dell'operazione avveniva effettivamente a partire dalla Svizzera oppure se si trattava di un adempimento meramente formale.

L'applicazione della normativa fu resa problematica anche dalla crescente diffusione di prodotti strutturati assimilabili alle obbligazioni. La BNS dovette estendere il principio dell'ancoraggio a questi strumenti, poiché in caso contrario i mercati avrebbero potuto facilmente eludere le prescrizioni mediante l'impiego di titoli sintetici. Sorsero tuttavia altri problemi. Ad esempio, non sempre era possibile stabilire se un prodotto strutturato fosse assimilabile o meno a un'obbligazione. Bastava una leggera modifica delle caratteristiche contrattuali per far pendere la decisione in un senso o nell'altro. In più, tali titoli sintetici avevano il carattere di obbligazione unicamente per i creditori.

123 BNS, verbale della Direzione generale (1994), 16/17 novembre, n. 507.

124 BNS, verbale della Direzione generale (2000), 2 novembre, n. 489.

Per gli emittenti – di regola banche – essi rappresentavano uno strumento per la gestione del rischio.

La BNS si vide così costretta ad applicare il principio dell'ancoraggio a prodotti che non servivano affatto alla raccolta di fondi sul mercato dei capitali. Inoltre, essa doveva continuamente ridefinire la linea di demarcazione fra strumenti regolamentati e non. Insomma, si mostravano in tutta evidenza i problemi della regolamentazione in un contesto in rapida evoluzione. Di conseguenza, la BNS vagliò in due occasioni l'opportunità di abrogare il principio in questione. La prima volta, nel 2001, l'idea venne scartata poiché – in seguito a consultazioni con le banche interessate – la BNS ritenne che i costi connessi con l'abbandono del principio, sotto forma di perdita di impieghi e di *know-how* della piazza finanziaria elvetica, avrebbero superato i costi del suo mantenimento¹²⁵. La volta seguente, un anno dopo, la BNS si decise invece per l'abrogazione del principio¹²⁶. Nel frattempo si erano infatti moltiplicate le indicazioni che il vincolo pregiudicava l'attrattiva del franco svizzero come moneta di investimento. La deregolamentazione sarebbe comunque avvenuta soltanto dopo ulteriori consultazioni con tutte le parti interessate.

Il problema venne però superato dalla revisione della legge sulla Banca nazionale, che realizzava l'antico postulato di integrare i poteri informativi della BNS nella sua legge istituzionale. Pertanto, l'articolo 7, capoverso 5, LBCR, su cui si basava il principio dell'ancoraggio, venne semplicemente stralciato. Nel messaggio al Parlamento si disse a questo proposito che per un paese come la Svizzera la libera esportazione di capitali era di importanza vitale¹²⁷. Non si ravvisava alcuna ragione economica a sostegno del mantenimento di vincoli sui movimenti di capitali.

Con l'entrata in vigore della nuova legge sulla Banca nazionale (LBN), il 1° maggio 2004, venne così a cadere il principio dell'ancoraggio, e con esso l'ultima restrizione alle esportazioni di capitali. La BNS rinunciò anche a ogni obbligo di notifica, essendo ormai in grado di acquisire le necessarie informazioni attraverso i canali accessibili pubblicamente.

4.7.5 Conclusioni

La Svizzera vanta una lunga tradizione di libera circolazione dei capitali e di accesso senza impedimenti al mercato finanziario, differenziandosi in ciò da molti altri paesi europei. Ma, nonostante l'adesione di massima a questo

125 BNS, verbale della Direzione generale (2001), 19 aprile, n. 167.

126 BNS, verbale della Direzione generale (2002), 17 luglio, n. 267.

127 Cfr. Messaggio (2002), p. 5479.

principio liberistico, anche la Svizzera intervenne più volte per regolamentare direttamente il funzionamento dei mercati. A partire dai primi anni ottanta gli interventi diretti non ebbero più alcuna motivazione di politica monetaria e valutaria. La loro funzione consisteva nell'assicurare talune entrate tributarie alla Confederazione e nel tutelare una parte del settore bancario elvetico dalla concorrenza estera.

Tali obiettivi vennero raggiunti. Grazie a queste misure la Confederazione poté disporre del tempo necessario per rivedere nei tempi prestabiliti la legge sui diritti di bollo. In assenza delle prescrizioni sui consorzi di collocamento, il rischio di emigrazione all'estero dell'attività di emissione per ragioni fiscali avrebbe costretto già prima del 1993 a esentare le emissioni di prenditori stranieri dalla tassa di bollo. Le banche domiciliate in Svizzera e la piazza finanziaria elvetica beneficiarono parimenti della protezione fornita dalla normativa sulle esportazioni di capitali. L'attività di emissione in franchi svizzeri e con essa i proventi, il *know-how* e i posti di lavoro rimasero nel Paese.

Meno evidenti, rispetto ai benefici, erano i costi di tali interventi amministrativi. Durante il periodo considerato il franco svizzero perse il ruolo di una delle principali valute di emissione. Ciò per vari motivi, non da ultimo il fatto che la deregolamentazione attuata all'estero relativizzò il vantaggio di posizione della piazza elvetica. Non si può tuttavia escludere che vi abbiano parimenti contribuito le prescrizioni sui sindacati di emissione e, più tardi, il principio dell'ancoraggio. L'artificiosa segmentazione del mercato ne rese più difficile l'accesso, causando probabilmente un calo delle emissioni. Ciò ebbe effetti negativi anche sulla liquidità, sicché il mercato divenne meno attrattivo sia per gli investitori che per gli emittenti.

Il fatto che la Confederazione abbia mantenuto per così lungo tempo la tassa di bollo sulle emissioni in valuta estera può aver concorso alla dislocazione dell'attività di emissione verso piazze finanziarie esenti da oneri fiscali, come Londra. Nel 1993, quando fu deciso di abolire la tassa per le suddette emissioni, l'euromercato si era ormai stabilito troppo saldamente nella City londinese da lasciar sperare in un'inversione di tendenza. Pertanto, la Svizzera poté beneficiare assai poco della crescita dei mercati internazionali.

La BNS avrebbe potuto impartire un impulso correttivo se avesse maggiormente sollecitato la Confederazione a modificare prima il regime della tassa di bollo, facendo così venir meno la motivazione principale dei vincoli all'esportazione di capitali. La pressione esercitata sul governo fu invece piuttosto debole. Da un lato, la BNS non voleva invadere la sfera di competenza

della Confederazione in materia fiscale, tanto più che il governo rispettava la sua indipendenza nelle questioni di politica monetaria. Dall'altro, aveva essa stessa un certo interesse al mantenimento dei vincoli, giacché questi facilitavano la raccolta di informazioni sull'impiego del franco svizzero a livello internazionale.

Nel breve periodo è possibile che i benefici degli interventi diretti fossero maggiori dei costi, ma a lungo termine gli oneri superavano probabilmente i vantaggi che taluni comparti dell'economia potevano ritrarre dalle restrizioni. Di ciò la Banca nazionale fu consapevole fin dall'inizio degli anni ottanta. Nondimeno, in molte delle sue decisioni prevalsero considerazioni a breve termine di opportunità politica.

4.8 L'importanza crescente della comunicazione

WERNER ABEGG

4.8.1 Introduzione

La nuova legge sulla Banca nazionale (LBN) entrata in vigore nel 2004 assegna espressamente alla BNS il mandato di informare regolarmente il pubblico sulla politica monetaria e valutaria e di far conoscere i suoi intendimenti in materia (art. 7, cpv. 3 LBN). Un tale dovere di comunicazione non era mai stato previsto in passato. A prescindere dalle disposizioni sull'informativa agli azionisti, cui è soggetta la BNS in quanto società per azioni di diritto speciale, la passata legge sulla Banca Nazionale (vLBN) prevedeva unicamente che la BNS e il Consiglio federale si consultassero a vicenda prima di adottare decisioni rilevanti di politica economica e monetaria (art. 2, cpv. 2 vLBN), non specificando se di tali decisioni dovessero essere informate anche altre istanze.

L'informazione, in quanto parte del dovere di rendiconto a diversi livelli – Consiglio federale, Parlamento e pubblico in generale – viene ad assumere una valenza primaria nella nuova legge. Quest'ultima non fa che istituzionalizzare una prassi seguita di propria iniziativa dalla BNS da oltre tre decenni. Al tempo stesso tiene dovutamente conto degli sviluppi che hanno caratterizzato il dibattito internazionale sulla politica monetaria, ossia la crescente consapevolezza che il dovere di informazione costituisce il necessario contrappeso all'indipendenza della banca centrale, nonché l'insegnamento che una politica monetaria efficace non può fare a meno di una sistematica opera di comunicazione.

4.8.2 Basi storiche e motivazioni

Il passaggio al regime di cambi flessibili, nel 1973, significò per la BNS anche l'inizio di un'informazione regolare e sistematica al pubblico. Invero, sotto la denominazione di *Vereinigung für gesunde Währung*, esisteva fin dagli anni trenta un organismo che, attraverso la *Währungspolitische Korrespondenz*, esprimeva le istanze della Banca nazionale dinnanzi ai mezzi di comunicazione e ai circoli politici e veicolava all'opinione pubblica gli orientamenti dell'istituto. L'associazione si prefiggeva soprattutto di far meglio conoscere i vantaggi di un ordinamento monetario sano e ordinato. Essa intratteneva rapporti diretti con la BNS, che contribuiva in misura determinante al suo finanziamento¹²⁸. Inoltre, già da lungo tempo la Banca nazionale seguiva con attenzione i commenti che la riguardavano nei mass media e manteneva contatti regolari con singoli giornalisti¹²⁹. Tuttavia, prima del passaggio ai cambi flessibili, la politica monetaria era argomento di cui si occupavano quasi esclusivamente gli iniziati e un ristretto novero di rappresentanti dei mezzi di comunicazione. D'altra parte, a quell'epoca anche le imprese private erano in genere quanto mai riservate nella comunicazione esterna. La BNS procedette alla dissoluzione della *Währungspolitische Korrespondenz* allorché decise di rivolgersi in prima persona al pubblico¹³⁰.

La prima conferenza stampa della Banca nazionale ebbe luogo il 7 novembre 1974. La BNS lasciò intendere che avrebbe tenuto sedute informative analoghe con cadenza regolare. In seguito, gli incontri con i rappresentanti dei media su questioni di politica monetaria si susseguirono per lo più a un ritmo semestrale. Il primo fu dedicato soprattutto alle spiegazioni sull'assorbimento dell'eccesso di moneta risultante dagli interventi in difesa della parità ufficiale del franco svizzero.

«Questo avvenimento merita di essere sottolineato», commentava il giornale *Tages-Anzeiger*. «Esso non soltanto è sintomatico del cambiamento generazionale ai vertici della BNS, ma testimonia anche il nuovo e crescente ruolo svolto dall'istituto di emissione nella politica economica svizzera. L'origine della posizione di maggiore prominenza della BNS va ricercata nella fluttuazione del franco. Dal gennaio 1973 la nostra banca centrale può condurre una politica monetaria indipendente senza più essere costretta a intervenire in presenza di determinati movimenti del cambio»¹³¹.

128 BNS, verbale della Direzione generale (1975), 6 marzo 1975, n. 269.

129 Cfr. ad esempio Bank of England, *Giornalismo svizzero* (1937).

130 BNS, verbale della Direzione generale (1975), 6 marzo, n. 269.

131 Cfr. Hew (1974).

Comunque, in quanto società per azioni la BNS aveva già in precedenza dovuto assolvere determinati doveri di informazione, sebbene questi consistessero soprattutto nel rendere conto dell'azione passata e non tanto nel comunicare gli orientamenti futuri. La BNS adempiva tale dovere con la pubblicazione di un rapporto di gestione dal contenuto informativo sempre più consistente e mediante il discorso del Presidente davanti all'Assemblea generale. Le informazioni ivi contenute erano accessibili ai proprietari della Banca nazionale – in maggioranza Cantoni e istituzioni cantonali, ma anche molti azionisti privati – ai mercati e a tutte le parti interessate.

La BNS era consapevole da tempo, già ben prima che il precetto di rendere conto al Parlamento e di informare il pubblico fosse formalmente ancorato nella legge del 2003, che le informazioni sugli obiettivi di politica monetaria e sulla loro attuazione costituivano un suo dovere essenziale. Fu così che, il 23 aprile 1981, basandosi sull'esperienza maturata negli incontri con i rappresentanti dei mass media, la Direzione generale emanò una sorta di codice di relazioni pubbliche destinato ai propri membri e ad altri esponenti della Banca. Esso si fondava sul principio della massima apertura, che all'epoca, e soprattutto per una banca centrale, appariva decisamente all'avanguardia¹³². Nel 1982 il presidente della Direzione generale Fritz Leutwiler spiegava, parlando alla Fiera campionaria di Basilea, come un tale atteggiamento discendesse logicamente dallo status della BNS: l'istituto di emissione svizzero non è responsabile di fronte al Parlamento, e nemmeno il Consiglio federale può esercitare un influsso diretto sulla sua politica. Pertanto, «la Banca nazionale gode di un alto grado di indipendenza. E ciò le impone un dovere di informazione»¹³³. In quanto istituto di emissione di una nazione basata sulla democrazia diretta, la BNS ha un obbligo di comunicazione ancora maggiore di quello delle banche centrali degli altri paesi: «[...] viviamo in una democrazia referendaria in cui occasionalmente gli elettori sono chiamati a esprimersi su questioni di natura monetaria, talvolta anche alquanto tecniche [...]. In questo senso la Svizzera è sicuramente un caso unico al mondo [...]. Per operare in modo efficace l'istituto di emissione (deve) avere il sostegno dell'opinione pubblica. Ciò vale anche altrove, ma forse in maggior misura nel nostro Paese»¹³⁴. La BNS applicò tale principio precocemente – precedendo in ciò molte altre banche centrali – e coerentemente. Non dimeno, nel corso del tempo il grado di trasparenza e di analiticità delle informazioni fornite sulla politica monetaria crebbe in misura considerevole.

132 BNS, verbale della Direzione generale (1981), 23 aprile, n. 231.

133 Cfr. Leutwiler (1982), pp. 3 seg.

134 *Ibidem*.

4.8.3 *Comunicazione ed efficacia della politica monetaria*

Per la Banca nazionale un motivo fondamentale della comunicazione con il pubblico era l'influsso esercitato dalle aspettative di inflazione sulla popolazione e sui mercati. Da quando il passaggio ai cambi flessibili aveva fatto venir meno l'ancora rappresentata per lungo tempo dalla parità fissa, occorreva un indicatore monetario che servisse da orientamento per l'economia, le istanze politiche e l'opinione pubblica. A partire dal 1975 questo ruolo venne assunto dagli obiettivi di crescita annua della quantità di moneta (cfr. 4.3.2). Essi vincolavano la BNS all'osservanza di una regola e le imponevano di motivare le sue decisioni di politica monetaria, nonché di misurarsi con i risultati conseguiti. Una banca centrale che difenda con interventi valutari un determinato rapporto di cambio in un sistema di parità fisse può essere molto più riservata nell'informazione al pubblico, rispetto a una banca centrale che persegua una politica monetaria autonoma. Era necessario spiegare la scelta degli obiettivi monetari e mostrare in quale misura questi erano realizzati. Insomma, la strategia basata sul controllo degli aggregati monetari implicava più informazione. La trasparenza della politica monetaria svizzera ne risultò accresciuta e il suo miglioramento fu ancora uno dei motivi che alla fine degli anni novanta spinsero la BNS a passare dalla politica di controllo della massa monetaria a un approccio incentrato su una previsione di inflazione (cfr. 4.4.3).

La trasparenza della manovra monetaria costituiva per la BNS un presupposto della sua credibilità. In effetti, un operatore esterno può accordare fiducia alla banca centrale solo in quanto sia in grado di giudicare se e come questa assolve il suo compito: la salvaguardia della stabilità dei prezzi. E la fiducia dei mercati e del pubblico costituisce a sua volta una condizione essenziale per il successo della politica monetaria¹³⁵. I costi di aggiustamento causati all'economia dalle misure di politica monetaria sono inferiori allorché la strategia della banca centrale è ben compresa. Una perdita di credibilità fa crescere l'incertezza sulla dinamica futura dell'inflazione. In tali circostanze gli emittenti di obbligazioni, ad esempio, devono pagare un premio di rischio più alto per riuscire a collocare i propri titoli, ottenendo così un minore ricavo dall'operazione. Gli scostamenti dal livello di inflazione atteso alterano le condizioni contrattuali implicite nel prestito. Siffatte incertezze hanno un impatto sfavorevole anche su altri rapporti contrattuali, come gli accordi salariali. Attraverso una buona politica di comunicazione la banca centrale ha tuttavia la possibilità di ridurre l'insicurezza riguardo all'andamento futuro dei prezzi¹³⁶.

¹³⁵ Cfr. anche Messaggio (2002), pp. 5508 seg.

¹³⁶ Cfr. Roth (2005).

Ogni qual volta intendeva influenzare le aspettative inflazionistiche della popolazione in senso lato, la BNS si urtava costantemente a un particolare problema derivante da una peculiarità dell'ordinamento svizzero (che peraltro in pratica la costringeva ad approfondire la conoscenza dei meccanismi fondamentali di politica monetaria). Il diritto locativo elvetico collega i canoni di affitto ai tassi d'interesse ipotecari. Un aumento di questi ultimi dà diritto al locatore di traslare i maggiori costi sul locatario; al contrario, in caso di diminuzione dei tassi ipotecari esso è tenuto a ridurre il canone. Per effetto di questo meccanismo, un inasprimento della politica monetaria provoca assai spesso un immediato rincaro dei fitti e, con un certo sfasamento, un aumento dell'indice dei prezzi al consumo. In simili circostanze si comprende come per una popolazione costituita in maggioranza da locatari risulti difficile credere alla necessità di un rialzo dei tassi di interesse e, ancor più, al successo della manovra anti-inflazionistica. L'iniziale ulteriore accelerazione dell'inflazione suscita dubbi circa l'efficacia della politica monetaria. La credibilità della banca centrale ne soffre.

Questa specificità della Svizzera richiama un problema di fondo che si pone nella comunicazione della politica monetaria: come far comprendere al pubblico l'opportunità di misure che solo in futuro produrranno effetti tangibili? Perché, ad esempio, la banca centrale innalza i tassi di interesse nel momento in cui il motore dell'economia gira a pieno regime con grande soddisfazione di tutti? O, volendo usare un'immagine più colorita, perché mai le banche centrali fanno sparire lo spumante sul più bello della festa?

In un mondo economico e politico che reclama risultati rapidi e ben visibili non è sempre facile rispondere a queste domande. Solo una banca centrale che abbia saputo accumulare un sufficiente capitale di credibilità con un costante atteggiamento di trasparenza riesce a far comprendere la sua politica. La comunicazione diventa pertanto un presupposto essenziale per il successo della sua azione. Essa facilita i consumatori e le imprese nel formulare proiezioni sul futuro approvvigionamento monetario dell'economia e rende la politica monetaria più prevedibile¹³⁷. La comunicazione fornisce dunque un contributo determinante alla credibilità dell'istituto di emissione.

4.8.4 *Comunicazione con i mercati finanziari*

La politica di informazione delle banche centrali nei confronti dei mercati finanziari è andata mutando nel corso degli ultimi anni. La maggior parte di esse ha abbandonato la convinzione di un tempo che fosse talora opportuna

¹³⁷ Messaggio (2002), p. 5509.

una certa opacità. La BNS si è mossa in questa direzione relativamente presto, pur continuando a seguire la prassi di «sorprendere» i mercati con singole decisioni di politica monetaria. È fuor di dubbio che quest'ultima agisce sull'economia per il tramite di variabili che sono influenzate dalle aspettative di mercato. Un'elevata trasparenza nei riguardi dei mercati finanziari facilita pertanto la manovra monetaria¹³⁸. Laddove le intenzioni della banca centrale sono manifeste, esse vengono spesso anticipate dagli operatori, cosicché i tassi di mercato reagiscono ancor prima che la banca centrale modifichi quelli ufficiali. Si può dire che, in un certo senso, i mercati finanziari lavorano per lei.

In quanto piccola economia aperta con una tradizione di libero movimento dei capitali, la Svizzera è più esposta che altri paesi alle oscillazioni dei cambi e alla dinamica internazionale dei tassi di interesse. Pertanto, la BNS ha sempre ritenuto che fosse importante riservarsi un certo margine di manovra nell'attuazione della politica monetaria. Le «grandezze obiettivo» fissate rigidamente non si prestano a un'efficace conduzione della politica, come mostrò chiaramente a suo tempo la fissazione del livello degli averi sui conti giro delle banche nel quadro della strategia quantitativa di controllo monetario. Tale grandezza poteva fluttuare fortemente nell'arco di un mese ed era quindi poco utile agli operatori di mercato come indicatore del grado di restrizione monetaria, a meno che non fosse accompagnata da spiegazioni aggiuntive. Solitamente la BNS forniva ai mercati tali spiegazioni su richiesta dei *mass media*.

Con la strategia adottata a partire dall'anno 2000, la BNS intese riservarsi un congruo margine di flessibilità nella manovra monetaria e pose come obiettivo per il tasso di interesse del mercato monetario una fascia di valori anziché una grandezza puntuale (cfr. 4.4.3), pur sforzandosi normalmente di mantenere il tasso di mercato al livello mediano della fascia stessa. Ogni qual volta essa si discostava da questo principio, cresceva rapidamente il fabbisogno di informazioni dei mercati finanziari. Se da un lato tale spazio di manovra era necessario alla BNS per l'attuazione della politica monetaria, dall'altro esso generava costantemente un bisogno di precisazioni aggiuntive sul modo in cui determinate operazioni dovevano essere interpretate nel più ampio contesto.

Per la BNS il tasso di cambio del franco non ebbe sempre la medesima rilevanza nel quadro della comunicazione con i mercati. Sebbene nell'analisi retrospettiva essa abbia non di rado fatto riferimento all'influsso dei tassi di cambio, come ad esempio quando nel rapporto di gestione talune scelte operative venivano spiegate in base all'evoluzione del valore esterno della

¹³⁸ Cfr. anche Roth (2002).

moneta, di fatto, nell'annunciare i propri orientamenti, si mostrò spesso assai reticente a questo riguardo (cfr. 4.5.5).

Il 1° ottobre 1978 la Banca nazionale venne a trovarsi in una situazione particolare allorché, nel bel mezzo di una crisi valutaria che aveva causato un massiccio apprezzamento del franco svizzero rispetto alle altre principali monete, annunciò un obiettivo di intervento per il cambio franco-marco. Essa adottò varie misure per riportare il rapporto di cambio «nettamente al di sopra di 80 franchi per 100 marchi [...]»¹³⁹. In particolare, rese nota la propria volontà di effettuare acquisti di dollari fintanto che il valore del marco non si fosse nuovamente assestato sopra la soglia suddetta. La BNS riuscì nel suo intento, ma a prezzo di una forte espansione dell'offerta di moneta che avrebbe fatto sentire i suoi effetti deleteri sulla dinamica dell'inflazione negli anni 1980 e 1981 (cfr. 2.4.2).

Furono proprio queste conseguenze che indussero in seguito la BNS a definire come «esperimento» la fissazione di un obiettivo di intervento e le connesse operazioni sul mercato valutario. L'esperimento era sì giustificabile alla luce delle circostanze eccezionali, ma «[...] si sarebbe dovuto riflettere due volte prima di ripeterlo»¹⁴⁰. Tuttavia, la BNS non rinnegò mai formalmente l'obiettivo di intervento, anche perché ciò sarebbe stato contrario al suo interesse. In effetti, nelle fasi di tensione sui mercati valutari, durante le quali il franco riprendeva a salire, l'antico obiettivo agiva spesso da barriera psicologica. Questo fenomeno fu osservabile fino all'avvento dell'euro, nel 1999. In tale ambito la rinuncia a una completa trasparenza fu quindi piuttosto vantaggiosa per la Banca nazionale ai fini della politica monetaria.

Nei periodi in cui il franco si apprezzava, la BNS correva sovente il rischio di essere sollecitata dall'industria di esportazione o dal settore turistico ad allentare la politica monetaria o a intervenire sul mercato valutario. Essa si mostrò pertanto cauta nelle sue dichiarazioni sull'andamento dei cambi, in modo da non fornire alcuno spunto alla richiesta di azioni concrete. Nel quadro dell'approccio orientato al controllo degli aggregati monetari, essa affermò la convinzione che l'andamento dei tassi di cambio doveva essere lasciato al mercato. Solo in presenza di situazioni di forte tensione la sua posizione in questo ambito divenne talvolta più esplicita (cfr. 4.5.5). Nell'annunciare gli obiettivi di crescita monetaria la BNS precisò ogni volta che, in caso di sviluppi inattesi nei mercati finanziari, avrebbe permesso uno scostamento dai valori programmati. Alla base di questa riserva vi erano spesso

139 BNS, comunicato stampa (1978), 1° ottobre.

140 Cfr. Leutwiler (1984), p. 13.

considerazioni di cambio, ma dopo il 1978 la BNS non formulò più alcun obiettivo di intervento in senso proprio.

Anche in occasione di interventi sui mercati valutari, effettuati fino alla metà degli anni novanta per lo più di concerto con altre banche centrali, la BNS non si pronunciò più riguardo alle sue intenzioni in materia di tassi di cambio. In seguito vide l'utilità di tali interventi soprattutto negli effetti segnaletici che essi potevano generare. Di conseguenza, spesso li giustificò affermando che aveva inteso contrastare una dinamica del mercato esageratamente unidirezionale. Ad ogni modo, anche in questo campo la BNS contribuì precocemente a migliorare la trasparenza, essendo stata una delle prime banche centrali a confermare ufficialmente i propri interventi. Essa indicava ogni volta le valute su cui interveniva, senza tuttavia fare alcuna menzione di cambi soglia, e informava solo in modo sommario e dopo parecchio tempo sull'entità delle transazioni.

Dopo l'adozione della nuova strategia di politica monetaria, agli inizi del 2000, la Banca nazionale ha integrato in modo più sistematico l'andamento dei tassi di cambio nella presentazione dei propri orientamenti monetari (cfr. 4.4.3). Un rilievo particolare fu dato a tali indicazioni all'indomani degli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, che ancora una volta avevano spinto un mercato valutario disorientato a puntare sul valore rifugio «franco svizzero». Nel comunicato del 17 settembre che riportava una valutazione anticipata della situazione monetaria e l'annuncio di un abbassamento dei tassi di interesse, tali indicazioni apparivano ancora piuttosto ermetiche. Ma già il 24 settembre, sotto la pressione degli eventi, esse assunsero una formulazione più precisa: l'abbassamento della fascia obiettivo per il *Libor* era stato deciso a causa della «[...] inquietudine per il cambio euro/franco svizzero [...]» e «[...] come reazione al forte e rapido apprezzamento del franco sull'euro negli ultimi giorni»¹⁴¹. In occasione dell'esame della situazione di fine 2001, la BNS menzionò nuovamente «l'evoluzione indesiderata del cambio del franco»¹⁴². Da allora, i comunicati trimestrali di commento sulla situazione fanno quasi sempre riferimento all'evoluzione del corso del franco.

4.8.5 Comunicazione con le istanze politiche

All'inizio del 2005 la Banca nazionale ha presentato per la prima volta al Parlamento il rapporto ufficiale sull'assolvimento del proprio mandato legale, adempiendo così al dovere di rendiconto previsto dalla nuova LBN. Comunque,

¹⁴¹ BNS, comunicato stampa (2001), 24 settembre.

¹⁴² BNS, comunicato stampa (2001), 7 dicembre.

lo scambio di vedute con le autorità politiche era per la BNS una prassi ormai di lunga data. La Direzione generale teneva regolari incontri con una delegazione del Consiglio federale per discutere questioni di politica monetaria e l'evoluzione congiunturale. A suo tempo, la fissazione degli obiettivi quantitativi monetari ebbe sempre luogo in concertazione con il Consiglio federale e, come già detto, la precedente LBN prescriveva una consultazione reciproca fra Banca nazionale ed esecutivo federale prima di adottare importanti decisioni di politica economica e monetaria. Anche la nuova LBN dispone che in siffatti casi il governo e la banca centrale si consultino vicendevolmente. Il Consiglio federale approva in prima istanza il rapporto di gestione, che già anteriormente all'entrata in vigore della nuova LBN conteneva vari elementi essenziali del successivo schema di rendiconto. Poiché la maggioranza delle azioni della Banca nazionale è in possesso dei Cantoni e di istituzioni cantonali, anche le informazioni presentate in occasione dell'Assemblea generale possono essere considerate in senso lato un rendiconto agli organi politici.

Tuttavia, prima dell'adozione della nuova LBN la comunicazione della BNS con le istanze politiche era caratterizzata da una certa esclusività. Il dialogo avveniva per lo più entro cerchie ristrette e con interlocutori specializzati. A partire dai primi anni novanta ebbero luogo regolari discussioni sulla politica monetaria e valutaria fra il presidente della Direzione generale e le commissioni parlamentari dell'economia e delle finanze, organizzate su richiesta di queste ultime. Esse avevano quasi sempre un carattere riservato. L'informazione al pubblico andava raramente al di là della notizia che vi era stato uno scambio di vedute. Sotto il regime della nuova LBN il rendiconto del presidente della Direzione generale continua ad essere presentato dinanzi alle commissioni parlamentari e non al Parlamento riunito, ma il destinatario ufficiale resta nondimeno l'Assemblea federale. Inoltre, il rapporto è messo a disposizione del pubblico.

L'attività parlamentare che concerne la Banca nazionale è in generale condotta dal Dipartimento delle finanze. Nella fase preparatoria le prese di posizione della BNS sono incorporate nelle corrispondenti mozioni. La BNS non può rappresentare se stessa di fronte al Parlamento e, a differenza di quanto avviene in altri paesi, in Svizzera non sono previste audizioni del presidente della banca centrale dinanzi alle camere in seduta plenaria.

In casi eccezionali, tuttavia, la BNS ha esercitato un influsso diretto sul corso di un dibattito parlamentare, come quando, nell'autunno 1990, indirizzò una nota scritta a un certo numero di parlamentari per opporsi a un'iniziativa del Consiglio federale. Si trattava di un decreto federale urgente sulle misure di lotta all'inflazione nell'ambito dei tassi ipotecari. Se esso fosse stato

approvato, la Svizzera avrebbe introdotto un sistema di controllo dei tassi ipotecari per le abitazioni residenziali e commerciali basato su fattori congiunturali, che avrebbe permesso di impedire una loro variazione in forza di una decisione politica. La proposta mirava a evitare un ulteriore aumento dei tassi, già a livelli senza precedenti. Ma, la BNS vedeva messa in pericolo la possibilità di condurre una politica monetaria autonoma e giudicava l'intervento discutibile anche dal punto di vista dell'ordinamento politico. Essa si sentì lesa nell'essenza della sua missione istituzionale, e per tale motivo ricorse al mezzo straordinario di un appello diretto al legislativo. In definitiva, il progetto di sorveglianza dei tassi ipotecari non fu approvato nella forma proposta dal governo.

Nel 2006, la Banca nazionale assieme alla Confederazione e ai Cantoni è intervenuta pubblicamente per illustrare la sua posizione contro l'iniziativa popolare «Utili della Banca nazionale per l'AVS» (iniziativa COSA, cfr. 9.4.9). In questa occasione ha chiaramente indicato che reputava irrealiste sia le prospettive di profitto evocate dai promotori dell'iniziativa sia la pretesa di ridurre nettamente gli oneri previdenziali attraverso gli utili della Banca nazionale. La BNS temeva però soprattutto di essere ostacolata nell'attuazione dei suoi compiti qualora si fosse stabilito un nesso tra il suo mandato di politica monetaria e il finanziamento di un'assicurazione sociale. Riteneva che l'inevitabile « politicizzazione » della questione degli utili della banca centrale che ne sarebbe derivata avrebbe costituito un grave pericolo per la sua indipendenza e la sua credibilità sui mercati finanziari.

4.8.6 Comunicazione con la popolazione

L'esigenza di rivolgersi al grande pubblico con messaggi sulla politica monetaria non si pose soltanto a causa della suddetta problematica dei tassi ipotecari e dell'intento di influire sulle aspettative di inflazione. Il passaggio ai cambi flessibili aveva modificato in modo sostanziale il paesaggio della politica monetaria, e la BNS sentiva il dovere di far comprendere i nessi causali a una vasta cerchia di persone. Un mezzo utilizzabile a tale scopo erano le relazioni presentate dai membri della Direzione generale, dai direttori e da altri collaboratori. La Banca nazionale ampliò notevolmente la sua attività in questo ambito, sforzandosi inoltre di essere presente più o meno regolarmente nelle diverse aree del Paese. In tale contesto svolsero un ruolo sempre più importante anche i dirigenti delle rappresentanze regionali. Per giunta, essa lanciò un'iniziativa che, relativamente agli anni settanta, si può considerare innovatrice per la sua impostazione piuttosto ludica, realizzando una serie di

film dal titolo «Storie di soldi». I filmati furono resi disponibili per il prestito scolastico a partire dal 1977 e vennero anche trasmessi in televisione. Essi illustravano i concetti fondamentali della politica monetaria e mostravano i legami fra il governo della moneta e l'evoluzione economica. Nell'ultimo episodio della serie il presidente della BNS visitava una classe scolastica e rispondeva a varie domande.

Nel 1989 la BNS realizzò un film in tre parti. La prima era dedicata alla Banca nazionale in quanto impresa; la seconda verteva sulla natura della moneta e sul *modus operandi* della politica monetaria; la terza consisteva in un documentario con sequenze che ripercorrevano la storia del franco svizzero. Nel 2002, nel quadro di un progetto multimediale, fece produrre altri due film che trattavano della moneta e della politica monetaria.

In tutti questi progetti fu dato particolare risalto all'informazione sulle banconote, poiché queste permettevano di visualizzare i processi più disparati. Ma a partire dagli anni settanta ebbero importanza anche le iniziative di informazione sui biglietti nel loro aspetto materiale, che miravano a farne conoscere i vari elementi di sicurezza. In occasione dell'emissione delle banconote della serie 1995–1998, la BNS fece ricorso a nuovi metodi comunicativi: al fine di assicurare che la popolazione si familiarizzasse rapidamente con l'aspetto visivo della serie e le sue caratteristiche di sicurezza innovative, venne condotta una vasta campagna divulgativa comprendente per la prima volta spot televisivi e manifesti pubblicitari. Il motto della campagna era «le nuove banconote – autenticità verificabile».

Nel 2002 la BNS partecipò alla sesta esposizione nazionale Expo02 con un padiglione concepito dallo specialista di fama internazionale Harald Szeemann sul tema «Denaro e valore, l'ultimo tabù». Facendo della nozione di valore un tema della mostra, essa si prefiggeva di acuire la consapevolezza e la sensibilità del pubblico a questo riguardo. Il padiglione consisteva in un cubo rivestito di oro autentico, al cui interno un sistema di tubazioni simboleggiava l'incessante scorrere dei flussi monetari. L'esposizione tracciava la storia della moneta, illustrava la variabilità dei valori attraverso l'immagine di movimenti erratici delle quotazioni di borsa e dei cambi, presentava una sorta di sfilata di valute e consentiva di effettuare giochi con infinite, quanto fittizie, possibilità di guadagno e di perdita. L'elemento centrale consisteva in un robot, visibile da ogni lato, che distruggeva banconote autentiche, ma comunque destinate al macero, riducendole in sottili strisce di carta mediante una sminuzzatrice. Malgrado il suo contenuto didattico impegnativo, il padiglione fece registrare un milione di ingressi, risultando così uno dei luoghi più visitati dell'esposizione nazionale.

4.8.7 *I mass media, veicoli di informazione sulla politica monetaria*

Una politica monetaria efficace costituisce di rado un soggetto appassionante per il grande pubblico, poiché essa mantiene bassa l'inflazione e assicura all'economia una crescita equilibrata. Se ne può certo parlare, ma non sempre in modo originale. La manovra monetaria diventa più interessante quando si verificano forti oscillazioni dei cambi, un'evoluzione sfavorevole dell'inflazione o della congiuntura, gravi tensioni finanziarie e altre situazioni problematiche. Il governatore di una banca centrale estera ironizzò su questo aspetto paradossale dinnanzi ai rappresentanti dei mass media, dicendo che si augurava di poterli tanto più annoiare quanto più a lungo sarebbe rimasto in carica¹⁴³.

In effetti, in passato l'attenzione dei mezzi di comunicazione tendeva a focalizzarsi sulla Banca nazionale soprattutto quando si attraversavano fasi difficili sul piano della politica monetaria. A causa dell'effetto prodotto dal rialzo dei tassi di interesse sui canoni di affitto e sul reddito disponibile, la BNS veniva spesso a trovarsi al centro dell'interesse polemico dei media allorché essa inaspriva le condizioni monetarie. Le si rimproverava l'aumento dei fitti e veniva messa in dubbio la sua capacità di condurre una politica monetaria efficace. Tali critiche assunsero talvolta toni aspri e vennero avanzate anche da giornalisti che solitamente si occupavano di soggetti piuttosto popolari. Così accadde ad esempio nella prima metà degli anni novanta, quando la BNS si vide costretta a impartire una drastica correzione di rotta alla politica monetaria al fine di ripristinare la stabilità dei prezzi.

In sostanza, però, coloro che forniscono regolari informazioni ed effettuano analisi sulla politica della BNS formano una cerchia relativamente ristretta di operatori mediatici, comprendente le agenzie di stampa nazionali e internazionali, le pubblicazioni specializzate in campo economico-finanziario e gli editorialisti economici dei maggiori giornali e delle reti radio-televisive. Il *central bank watching* sistematico compiuto da numerosi mass media anglosassoni è poco sviluppato in Svizzera.

Grazie a Internet, dal 1998 la Banca nazionale dispone di un canale di informazione che le consente un accesso diretto al mondo della ricerca, della politica e della scuola, nonché a vasti strati della popolazione. Negli ultimi anni le banche centrali hanno costantemente potenziato il proprio sito Web. Questo è divenuto ormai uno strumento indispensabile per veicolare conoscenze basilari di politica monetaria e illustrare l'attività dell'istituto di emissione. Per la BNS le sue possibilità di impiego sono tutt'altro che esaurite e

¹⁴³ Cfr. Roth (2005).

vengono di fatto continuamente sviluppate. Al tempo stesso, il successo di Internet ha esercitato forti pressioni sui mezzi di comunicazione tradizionali, in termini di competitività ed efficienza di costo. Ci si può quindi chiedere se in futuro essi disporranno ancora delle risorse necessarie per trattare in maniera argomentata il tema, a prima vista non molto accattivante, della problematica delle banche centrali.

Fonti

- Amministrazione federale delle contribuzioni (1998), *Opérations de «repo»*, circolare (S-02.140), Berna.
- Bank of England, *Giornalismo svizzero* (1937), *Swiss Journalism, Memorandum*, 29 novembre, BEA: OV 63/29.
- BNS a Delegazione del Consiglio federale per le questioni economiche generali (1979), lettre de Pierre Languetin, directeur général de la BNS, concernant le Groupe de travail sur la situation monétaire internationale et adressée à la Délégation du Conseil fédéral pour les questions économiques générales, 15 novembre, archivio BNS.
- BNS, *Bulletin mensuel* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.
- BNS, *Bulletin mensuel de statistiques économiques* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.
- BNS, comunicato stampa (vari anni), archivio BNS.
- BNS, Directives générales de la Banque nationale suisse (2004), Directives générales de la Banque nationale suisse (BNS) sur ses instruments de politique monétaire, du 25 mars, ([http://www.snb.ch/f/LaBNS/Fondements juridiques](http://www.snb.ch/f/LaBNS/Fondements_juridiques)).
- BNS, Geldpolitische Bedeutung des Ultimos (1986), Geldpolitische Bedeutung des Ultimos und Durchführung der Ultimopolitik, documento redatto in base al seminario di lavoro del 3° Dipartimento del 30 maggio, 2 luglio, archivio BNS.
- BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.
- BNS, verbale della Direzione generale (vari anni), archivio BNS.
- La Suisse et l'Union économique et monétaire européenne (1998), rapporto del gruppo di lavoro interdipartimentale «Euro», giugno, archivio BNS.
- Messaggio (2002) concernente la revisione della legge sulla Banca nazionale del 26 giugno, FF 2002 5413.
- Situation monétaire internationale (1979), rapporto del gruppo di lavoro, 31 gennaio, archivio BNS.

Bibliografia

- Baltensperger, E. (2005), *Mut zum Aufbruch – 10 Jahre danach*, Zurigo, Orell Füssli.
- Barro, R. J. (1986), Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion, *Economic Journal*, 96 (Conference Papers), pp. 23–37.
- Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin e A.S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton NJ, Princeton University Press.
- Birchler, U. W. (1988), Neue Liquiditätsvorschriften und Geldpolitik, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 6 (1), pp. 75–81.
- BNS (1982), *75 anni Banca nazionale svizzera. Gli anni dal 1957 al 1982*, Bellinzona, Edizioni Casagrande SA.
- BNS (1989), Introduction d'un système de taux lombard flottant, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 7 (2), pp. 175–178.
- BNS (1993), Situation économique et monétaire, Rapporto della Direzione generale sulla situazione economica e monetaria per la seduta del Consiglio di Banca del 5 marzo, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 11 (1), pp. 9–34.
- BNS (1994), La politica monetaria nel 1995, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 12 (4), pp. 269–271.

- BNS (1999), Decisioni di politica monetaria per l'anno 2000, *Bulletin trimestriel* della BNS, 17 (4), pp. 14–18.
- BRI (1996), Bank for International Settlements, *Implications for central banks of the development of electronic money*, Basilea, BRI.
- Brunner, K. (1968), The Role of money and monetary policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 50 (7), pp. 8–24.
- Capitelli, R. e P. Buomberger (1990), Zur Geldpolitik der achtziger Jahre: Einige grundsätzliche Überlegungen, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 126 (4), pp. 535–551.
- Chrystal, K. A. (1990), (a cura di), *Monetarism*, vol. 1, Aldershot [ecc.], Elgar.
- Commissione per la congiuntura (1996), *La Suisse et l'Union économique et monétaire européenne: une analyse des aspects économiques*, Groupe de travail UEM, Berna.
- Commissione per la congiuntura (2004), *Rapport annuel*, Berna.
- Cottier, P. (1998), Le repo, un nouvel instrument de politique monétaire, *Bulletin trimestriel* della BNS, 16 (3), pp. 34–45.
- Dipartimento federale dell'economia (2002), Le rapport sur la croissance – Déterminants de la croissance économique de la Suisse et jalons pour une politique économique axée sur la croissance, *Grundlagen der Wirtschaftspolitik Nr. 3D, série d'études du Secrétariat d'Etat à l'économie – domaine de prestations*, «Analyses et politique économique», Berna, [SECO].
- Fox, K. J. e M. Zurlinden (2005), On Understanding Sources of Growth and Output Gaps for Switzerland, Swiss National Bank Working Papers, 10-2006, Zurigo, BNS.
- Friedman, M. (1960), *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press.
- Genberg, H. e U. Kohli (1997), Recent Developments in Swiss Monetary Policy. In P. Bacchetta e W. Wasserfallen (a cura di), *Economic Policy in Switzerland*, Londra, Macmillan, pp. 8–29.
- Hew, F. (1974), Premiere bei der Nationalbank, articolo del *Tages-Anzeiger* (Zurigo), 8 novembre, n. 260, p. 1.
- Jordan, T. J. (2005a), Risikominimierung und Liquiditätssicherung mittels Einsatz von Repo-Geschäften. Intervento al seminario «Liquidität: eine Herausforderung für die Banken» tenuto a Zurigo, 11 gennaio, biblioteca BNS, Zurigo.
- Jordan, T. J. (2005b), La mise en œuvre de la politique monétaire suisse, *La Vie économique, Revue de politique économique*, 78 (4), pp. 50–54.
- Jordan, T. J. e M. Peytrignet (2001), La prévision d'inflation de la Banque nationale suisse, *Bulletin trimestriel* della BNS, 19 (2), pp. 54–61.
- Jordan, T. J. e M. R. Savioz (2003), Faut-il combiner les prévisions de modèles VAR? Analyse empirique fondée sur la prévision d'inflation en Suisse, *Bulletin trimestriel* della BNS, 21 (4), pp. 80–93.
- Jordan, T. J., P. Kugler, C. Lenz e M. R. Savioz (2002), Prévisions d'inflation par des modèles vectoriels autorégressifs, *Bulletin trimestriel* della BNS, 20 (1), pp. 40–66.
- Kenen, P. (1994), *The International Economy*, 3rd edition, Cambridge, Cambridge University Press.
- Kohli, U. (1984), La Demande de monnaie en Suisse, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 2 (4), pp. 64–70.
- Kohli, U. (1985), La demande de monnaie en Suisse: Aspects divers, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 3 (2), pp. 150–164.

- Kohli, U. (1989), Consistent estimation when the left-hand variable is exogenous over part of the sample period, *Journal of Applied Econometrics*, 4 (3), pp. 283–293.
- Kohli, U. (2004), Real GDP, real domestic income, and terms-of-trade changes, *Journal of International Economics*, 62 (1), pp. 83–106.
- Kohli, U. (2005), Switzerland's growth deficit: a real problem – but only half as bad as it looks. In L. Steinmann und H. Rentsch (a cura di), *Diagnose: Wachstumsschwäche – Die Debatte über die fehlende Dynamik der schweizerischen Volkswirtschaft*, Zurigo, Verlag Neue Zürcher Zeitung, pp. 61–75.
- Kohli, U. e G. Rich (1986), Monetary Control: The Swiss Experience, *Cato Journal*, 5 (3), pp. 911–926.
- Kugler, P. e G. Rich, (2002), Monetary Policy Under Low Interest Rates: The Experience of Switzerland in the Late 1970s, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 138 (3), pp. 241–269.
- Kydland, F. E. e E. C. Prescott (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85 (3), pp. 473–491.
- Leutwiler F. (1982), Geld Kredit und Währung als Informationsgegenstand, Discorso in occasione della Fiera campionaria svizzera di Basilea, 17 aprile, biblioteca BNS, Zurigo.
- Leutwiler, F. (1984), Geldpolitik auf dem Prüfstand, intervento dinnanzi al Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Bonn, 26 novembre, biblioteca BNS, Zurigo.
- Lusser, M. (1983), Der Devisenhandel aus notenbankpolitischer Sicht, Intervento tenuto a Locarno, 29 ottobre, biblioteca BNS, Zurigo.
- Lusser, M. (1996), Relazione presentata all'Assemblea generale del 19 aprile, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 14 (2), pp. 143–148.
- McCallum, B.T. (1987), The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, 14 (July), pp. 10–18.
- McCallum, B.T. (1989), *Monetary Economics, Theory and Policy*, New York, Macmillan.
- Meyer, H. (2000), Zur Geldpolitik im neuen Jahr, relazione tenuta all'Università di San Gallo, 20 gennaio, *Bulletin trimestriel* della BNS, 18 (1), pp. 38–46.
- Nicoletti, G., S. Scarpetta e O. Boylaud (1999), Summary indicators of product market regulation and employment protection legislation for the purpose of international comparison, *OECD Economic Department Working Papers*, 226, Parigi, OCSE.
- OCSE (vari anni), *Etudes économiques: Suisse*, Parigi, OCSE
- Peytrignet, M. (1996a), Stabilité économétrique des agrégats monétaires suisses, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 14 (3), pp. 251–278.
- Peytrignet, M. (1996b), *Effects of Electronic Money on the Behaviour of the Monetary Aggregates*, Paper prepared for the BIS Working Group on the Monetary Policy and Seigniorage Implications of Electronic Money, Mimeo, [Zurigo, BNS].
- Peytrignet, M. (2000), Politique monétaire suisse en changes flexibles: la pratique des objectifs monétaires. In Banque du Canada, *La monnaie, la politique monétaire et les mécanismes de transmission*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, novembre 1999, pp. 223–251.
- Peytrignet, M. e U. Schwarz (1990), *Suggestions pour une réforme de la monnaie centrale*, document de travail de la BNS, mimeo, [Zurigo, BNS].
- Peytrignet, M. e C. Stahel (1998), Stability of money demand in Switzerland: A comparison of the M_2 and M_3 cases, *Empirical Economics*, 23 (3), pp. 437–454.

- Peytrignet, M. e C. Stahel (1999), Stability of money demand in Switzerland: A comparison of the M_2 and M_3 cases. In H. Lütkepohl e J. Wolters (a cura di), *Money demand in Europe*, Heidelberg, Physica, pp. 171–188.
- Rich, G. (1990a), Capitelli und Buomberger zur schweizerischen Geldpolitik: Der Wechselkurs als Deus ex machina?, *Revue suisse d'économie politique et de statistique*, 126 (4), pp. 553–565.
- Rich, G. (1990b), Comment on H. Genberg, In the Shadow of the Mark: Exchange Rate and Monetary Policy in Austria and Switzerland. In V. Argy und P. de Grauwe (a cura di): *Choosing an Exchange Rate Regime: The Challenge for Smaller Industrial Countries*, Washington DC, FMI, pp. 220–223.
- Rich, G. (1997a), Monetary targets as a policy rule: lessons from the Swiss experience, *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), pp. 113–141.
- Rich, G. (1997b), Comment on H. Genberg and U. Kohli, Recent Developments in Swiss Monetary Policy. In P. Bacchetta e W. Wasserfallen (a cura di), *Economic Policy in Switzerland*, Londra, Macmillan, pp. 30–34.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Francoforte sul Meno, Banca centrale europea.
- Rich, G. e J.-P. Béguelin (1985), Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s: An Experiment in Pragmatic Monetarism. In K. Brunner (a cura di): *Monetary Policy and Monetary Regimes*, A Symposium dedicated to Robert E. Weintraub, Rochester NY, University of Rochester, pp. 76–111.
- Rich, G. e K. Schiltknecht (1980), Targeting The Monetary Base – The Swiss Approach, Bank for International Settlements: *The Monetary Base Approach to Monetary Control*, Basilea, BRI, pp. 150–170.
- Roth, J.-P. (2002), Ist eine Notenbank für Überraschungen gut?, Conferenza tenuta presso la Statistisch-Volkswirtschaftlichen Gesellschaft, Basilea, 25 marzo, biblioteca BNS, Zurigo.
- Roth, J.-P. (2005), Langeweile statt geheimnisvolle Aura – Das Umdenken in der geldpolitischen Kommunikation, *Neue Zürcher Zeitung*, 12 gennaio, n. 9, p. 131.
- Stalder, P. (2001), Ein ökonomisches Makromodell für die Schweiz. *Bulletin trimestriel della BNS*, 19 (2), pp. 62–89.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton NJ, Princeton University Press.

5 Il ruolo della Banca nazionale nel sistema dei pagamenti

5.1 La circolazione e l'approvvigionamento del contante

GUY MARADAN

5.1.1 Basi giuridiche e mandato istituzionale

La Costituzione federale (art. 99) attribuisce alla Confederazione il diritto di emettere banconote e di coniare monete metalliche. L'attuale legislazione precisa tuttavia che questi mezzi di pagamento sono emessi da due istituzioni distinte. Tale separazione è un retaggio del passato. La Costituzione del 1848 assegnò il privilegio della monetazione (*regalia monetae*) alla Confederazione, la quale optò per il sistema monetario francese e, nel 1865, aderì all'Unione monetaria latina. Questa si reggeva su un regime bimetallico equivalente a quello in vigore negli altri paesi europei, con un valore nominale delle monete corrispondente al valore del metallo prezioso in esse contenuto. Il sistema era basato su un numero limitato di regole, la principale delle quali era il rispetto della parità, ossia la definizione dell'unità monetaria in termini di una certa quantità di metallo prezioso. Quanto alla circolazione monetaria, essa dipendeva essenzialmente dalla dinamica dell'economia (cfr. 1.3).

A quell'epoca le banconote erano scarsamente utilizzate. Esse non possedevano ancora il carattere di mezzo di pagamento legale, ma incorporavano il diritto a ricevere una data quantità di metallo prezioso. La loro emissione avveniva ad opera di banche private e cantonali secondo modalità definite dalle diverse legislazioni cantonali. A partire dal 1870 i biglietti di banca ebbero in Svizzera una più ampia diffusione, e ciò fece sorgere l'esigenza di una loro regolamentazione sul piano federale e, più tardi, di un accentramento dell'emissione. Il lungo dibattito che ne seguì condusse alla creazione, nel 1907, della Banca nazionale svizzera. Ma siccome il regime monetario rimaneva immutato, non ci si domandò se le monete e le banconote dovessero essere emesse da un'unica istituzione. La questione non venne dibattuta nemmeno quando le banconote beneficiarono per la prima volta del corso legale, poco dopo lo scoppio della prima guerra mondiale.

Il trasferimento della *regalia monetae* alla Banca nazionale ritornò all'ordine del giorno nel quadro dell'elaborazione della legge federale del 1999 sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento (LUMP). Frattanto, le monete in metallo prezioso avevano già perso da tempo la loro funzione di mezzo di

pagamento legale a favore dei biglietti di banca. Esse erano state sostituite da monete in lega di basso valore, utilizzate unicamente per i pagamenti di piccolo importo. La logica avrebbe voluto che la prerogativa di battere moneta fosse trasferita alla Banca nazionale. Tuttavia, per motivi d'ordine politico e fiscale, la nuova legislazione confermò la separazione dei monopoli della coniazione di monete metalliche e dell'emissione di banconote (cfr. 9.5.2).

Uno dei compiti della Banca nazionale consiste nell'assicurare un approvvigionamento ottimale in contante, ossia nel fornire una data quantità di biglietti nei tagli desiderati, nel luogo voluto e al momento opportuno. Essa deve inoltre realizzare un oculato equilibrio fra le esigenze di sicurezza e di costo.

5.1.2 *La domanda di contante*

La domanda di banconote e monete metalliche è generata dagli operatori economici. La Banca nazionale soddisfa senza restrizioni l'intera domanda di contante espressa dal mercato. I vantaggi pratici del contante spiegano l'ampia diffusione del suo impiego. La sua visibilità favorisce un forte ancoraggio nella mente del consumatore. Questa popolarità ha varie ragioni: in primo luogo, il carattere anonimo del contante consente un utilizzo semplice e discreto; in secondo luogo, il biglietto di banca costituisce un mezzo di pagamento con potere liberatorio illimitato. Lo svantaggio principale, per contro, deriva dal rischio di smarrimento o di distruzione.

La Svizzera è un paese in cui il contante svolge un ruolo significativo. Alla fine del 2005 ogni abitante deteneva in media 5600 franchi in tale forma, rispetto all'equivalente di 3300 franchi negli Stati Uniti, 2800 franchi nei paesi dell'area dell'euro e 1400 nel Regno Unito. Soltanto i giapponesi detenevano mediamente una somma in contante superiore a quella degli svizzeri, con 6500 franchi per abitante. Tali raffronti internazionali vanno tuttavia interpretati con cautela, poiché una parte delle banconote può di fatto essere in circolazione al di fuori del rispettivo paese. Uno studio compiuto nel 1997 aveva ad esempio accertato che pressoché il 40% dei biglietti di banca svizzeri è detenuto all'estero. La banconota da 1000 franchi, in particolare, è tipicamente utilizzata come strumento di riserva di valore¹.

A lungo termine la circolazione di biglietti aumenta con il crescere dell'economia, ma a un ritmo più lento. In Svizzera essa è passata da 3,5 miliardi di franchi nel 1945 a 38,2 miliardi nel 2006, mentre nello stesso arco di tempo il rapporto fra circolante e PIL nominale è sceso dal 25% a circa l'8%. Questa

1 BNS, *Wie gross ist der Frankenumlauf im Inland?* (1998).

evoluzione si spiega con il progresso tecnico e le innovazioni intervenute nel sistema dei pagamenti, che hanno consentito sia alle imprese che alle famiglie di effettuare un numero maggiore di transazioni con il medesimo fondo di cassa. In effetti, i mezzi di pagamento scritturali influiscono in maniera significativa sul volume del contante in circolazione (cfr. 5.2.7).

A più breve termine, un fattore importante della domanda di banconote è costituito dalla congiuntura economica. L'influsso di quest'ultima si manifesta non soltanto attraverso le fluttuazioni dell'attività economica, ma anche e soprattutto mediante le variazioni dei tassi di interesse. In linea generale, un rialzo dei tassi si accompagna a una minore circolazione di biglietti. I detentori di liquidità tendono in questo caso a privilegiare i depositi bancari, dai quali possono ritrarre una remunerazione. Il contante rifluisce dunque rapidamente alla Banca nazionale. Per contro, un movimento al ribasso dei tassi di interesse fa aumentare il circolante.

Anche i fattori stagionali influiscono in misura rilevante sulla domanda di banconote, che subisce generalmente un deciso incremento al termine di ogni trimestre, alla vigilia dei giorni festivi e a fine anno (7-10% rispetto al mese precedente). Sin verso la fine degli anni novanta, una peculiarità del sistema tributario svizzero era costituita dal fatto che la data di riferimento per la dichiarazione di imposta coincidesse con il termine di un anno pari. Di conseguenza, a fine dicembre venivano ritirati fondi dalle banche allo scopo di ridurre l'ammontare del patrimonio imponibile, e la circolazione toccava allora un punto di massimo. Inoltre, fino all'inizio degli anni settanta², essa aumentava in genere del 2-3% al termine di ogni mese, a causa in particolare del versamento in contante di salari e stipendi, per poi ritornare al livello precedente nel corso della prima decade del mese seguente. Oggigiorno gli stipendi sono pagati mediante accredito su conto bancario e, di norma, il loro ammontare non viene prelevato in un'unica soluzione. E poiché i distributori di banconote sono accessibili in permanenza, l'aumento dei prelievi a fine mese risulta meno marcato.

Infine, talune circostanze straordinarie hanno provocato variazioni importanti della domanda di banconote durante gli ultimi venticinque anni. Ne sono un esempio i timori connessi con il passaggio all'anno 2000. In Svizzera, come ovunque nel mondo, si temeva che tale evento potesse causare disfunzioni, se non addirittura un collasso generalizzato dei sistemi informatici. Le banche si erano premunite incrementando le riserve di numerario, così da poter far fronte all'eventuale maggiore domanda della clientela. La

2 Cfr. Klein e Palazzo (2003), p. 58.

Banca nazionale, analogamente ad altri istituti di emissione, produsse una quantità superiore di biglietti di grosso taglio, nella fattispecie da 1000 franchi. Pertanto, la circolazione di banconote aumentò sensibilmente, fino a raggiungere 37,2 miliardi il 31 dicembre 1999, con un incremento del 18% rispetto al dicembre 1998. Il passaggio all'anno 2000 avvenne di fatto senza inconvenienti e il volume di circolante ridiscese al suo livello normale durante il primo trimestre dello stesso anno.

Le incertezze legate all'introduzione dell'euro, il 1° gennaio 2002, fecero parimenti dilatare la circolazione di biglietti di banca svizzeri, che salì a 39,8 miliardi di franchi a fine 2001, segnando un aumento del 12% sull'anno precedente. Nei primi mesi del 2002 la domanda di banconote svizzere rimase sostenuta, così come quella dei biglietti statunitensi e britannici.

5.1.3 *La gamma di banconote*

Il biglietto da 100 franchi, con una quota del 30% sul totale delle banconote in circolazione, è il taglio più richiesto. In termini di valore riveste una grande importanza il biglietto da 1000 franchi: l'insieme delle banconote di questo taglio, pari a 20 miliardi, rappresenta la metà del circolante.

La gamma dei tagli è oggetto di un riesame periodico, al fine di assicurare che essa soddisfi nel modo migliore le esigenze del pubblico³. La sostituzione del taglio da 500 franchi con quello da 200 franchi è stato l'unico cambiamento rispetto alla generazione precedente delle banconote svizzere. Verso la fine del 1985, alla luce della debole domanda di biglietti da 500 franchi, la Banca nazionale vagliò due opzioni: una gamma di sette tagli (con biglietti da 200 e 500 franchi) e una gamma di sei tagli (con biglietti da 200 o da 500 franchi). La prima opzione venne scartata per tre motivi. Primo, un'indagine condotta presso gli ambienti bancari ed economici aveva rivelato come la maggioranza degli interpellati fosse in favore della variante a sei tagli. Secondo, le esperienze avute da vari paesi con l'introduzione di un taglio supplementare nella gamma esistente di biglietti erano state piuttosto negative. Terzo, il lancio di un biglietto addizionale avrebbe comportato un sensibile aumento dei costi di impressione. Nel 1987 la Direzione generale della BNS decise pertanto di introdurre un biglietto da 200 franchi e di cessare la produzione di quello da 500 franchi (cfr. tabella 5.1). Questa decisione si ripercosse anche sui tagli vicini da 100 e 1000 franchi.

Nel 2003, nel quadro dei lavori preparatori in vista della creazione della 9ª serie di banconote, la Banca nazionale considerò l'introduzione di un biglietto

3 Su questo problema cfr. ad esempio Kohli (1988).

da 5000 franchi, opzione che era già stata scartata in occasione della 6^a serie, negli anni settanta. Benché l'adozione di questo taglio corrispondesse a una domanda reale, la Direzione generale ritenne opportuno rinunciarvi in quanto essa non avrebbe facilitato la lotta contro il riciclaggio di denaro illecito⁴.

Durante gli anni ottanta la Confederazione progettò di rimpiazzare la banconota da 10 franchi con una moneta metallica di pari valore. Data la maggiore durata di vita di quest'ultima, la sostituzione avrebbe comportato vantaggi in termini di costo. Tuttavia, sul piano della sicurezza, è più facile proteggere un biglietto di banca che una moneta metallica. E il valore nominale relativamente elevato di un pezzo da 10 franchi ne avrebbe reso troppo allettante la contraffazione. Nel 1991, in considerazione dei pareri negativi espressi dagli ambienti interpellati nel quadro di una consultazione, il Dipartimento federale delle finanze (DFE) abbandonò il progetto⁵.

Nel 1983, in seguito alla comparsa in Ticino di 10000 monete false da 5 franchi con leggenda sul contorno in incavo, si valutò se eliminare il pezzo da 5 franchi oppure sostituirlo con una banconota. La prima soluzione avrebbe causato una domanda eccessiva di biglietti da 10 franchi, mentre la seconda avrebbe comportato due anni di lavori e costi di produzione rilevanti, data la breve durata utile di un biglietto di quel taglio. Il DFE scelse una terza via: nel 1994 reintrodusse la moneta da 5 franchi con leggenda in rilievo, come quella che era circolata fino al 1984. Questa modifica rese più difficile la contraffazione. La coniazione del pezzo con leggenda in incavo era stata decisa in considerazione dei più bassi costi di fabbricazione e della migliore identificazione da parte degli apparecchi automatici⁶.

5.1.4 Organizzazione del flusso di contante

L'apprestamento di un flusso di numerario in grado di soddisfare le esigenze dell'economia richiede un supporto logistico adeguato. A questo scopo la Banca nazionale dispone di una rete di sportelli propri (due sedi e una succursale) e di agenzie.

La domanda di contante varia a seconda delle regioni. Pur essendo in gran parte generato e prelevato negli agglomerati urbani, il contante è utilizzato in misura più che proporzionale nelle aree periferiche e turistiche, che pertanto accumulano regolarmente eccedenze. La ripartizione geografica riveste un

4 BNS, verbale della Direzione generale (2003), 13 febbraio, n. 84.

5 BNS, verbale della Direzione generale (1991), 2 maggio, n. 158.

6 BNS, *Mise hors cours de monnaies courantes* (2003).

Tabella 5.1

Serie di banconote messe in circolazione dopo la seconda guerra mondiale

5ª serie

| Taglio | <i>Recto</i> | <i>Verso</i> | Messa in circolazione | Ritiro |
|--------|------------------------------|--------------------------|-----------------------|------------|
| 1000 | Testa di donna a destra | Danza macabra | 14.06.1957 | 01.05.1980 |
| 500 | Testa di donna a destra | Fontana della giovinezza | 14.06.1957 | 01.05.1980 |
| 100 | Testa di giovinetto a destra | San Martino | 14.06.1957 | 01.05.1980 |
| 50 | Testa di giovinetta a destra | Raccolta delle mele | 14.06.1957 | 01.05.1980 |
| 20 | Generale Henri Dufour | Carlina acaulis | 29.03.1956 | 01.05.1980 |
| 10 | Gottfried Keller | Erba benedetta | 01.10.1956 | 01.05.1980 |

6ª serie

| Taglio | <i>Recto</i> | <i>Verso</i> | Messa in circolazione | Ritiro |
|--------|-----------------------------|---|-----------------------|------------|
| 1000 | Auguste Forel | Tre formiche e sezione verticale di formicaio | 04.04.1978 | 01.05.2000 |
| 500 | Albrecht von Haller | Scorticato e orchidea purpurea | 04.04.1977 | 01.05.2000 |
| 100 | Francesco Borromini | Chiesa di Sant'Ivo con pianta dell'edificio | 04.10.1976 | 01.05.2000 |
| 50 | Konrad Gessner | Gufo, primavera e stelle | 04.10.1978 | 01.05.2000 |
| 20 | Horace-Bénédict de Saussure | Paesaggio di montagna e ammonite | 04.04.1979 | 01.05.2000 |
| 10 | Leonhard Euler | Turbina idraulica e sistema solare | 05.11.1979 | 01.05.2000 |

8ª serie

| Taglio | <i>Recto</i> | <i>Verso</i> | Messa in circolazione | Ritiro |
|--------|-------------------------|---|-----------------------|--------|
| 1000 | Jacob Burckhardt | Antichità | 01.04.1998 | . |
| 200 | Charles Ferdinand Ramuz | Montagne e lago | 01.10.1997 | . |
| 100 | Alberto Giacometti | «Lotar II» e «Homme qui marche I» | 01.10.1998 | . |
| 50 | Sophie Taeuber-Arp | «Relief rectangulaire» e «Tête Dada» | 03.10.1995 | . |
| 20 | Arthur Honegger | Locomotiva «Pacific 231» | 01.10.1996 | . |
| 10 | Le Corbusier | Palazzo di giustizia Chandigarh e Modulor | 08.04.1997 | . |

ruolo fondamentale nella gestione della distribuzione di numerario da parte della Banca nazionale.

Per assicurare l'approvvigionamento di tutto il Paese e far fronte a situazioni straordinarie, la BNS dispone di depositi ubicati in modo strategico. I suoi sportelli trattano le banconote non soltanto per fornire all'economia la liquidità necessaria, ma anche per individuare i biglietti non più idonei alla circolazione e distruggerli in tutta sicurezza. Questo compito dipende essenzialmente dal ritmo con cui il circolante rifluisce alla Banca nazionale, che a sua volta è in funzione di fattori stagionali. Il numero di biglietti in circolazione supera in media i 270 milioni di unità. Ogni anno la BNS mette in circolazione oltre 100 milioni di nuove banconote. Ne consegue che la durata utile media di un biglietto è di circa 3 anni. L'immissione di nuove banconote corrisponde in linea di massima al numero di biglietti logori ritirati per essere distrutti. Al fine di contenere i costi, l'istituto di emissione si sforza di limitare allo stretto necessario la quantità delle banconote inviate al macero, rimettendo in circolazione quelle ancora in buono stato; al tempo stesso, vegliando al mantenimento di un buon livello qualitativo dei biglietti in circolazione, rende più difficile lo spaccio di contraffazioni.

Nell'espletare la sua funzione di approvvigionamento del contante, la Banca nazionale non ha mai cercato di sostituirsi ai sistemi efficienti delle banche e della Posta. Queste istituzioni dispongono di una vasta rete di sportelli, tramite i quali assicurano la fornitura di banconote al pubblico a livello di dettaglio. Pertanto, in questo ambito l'istituto di emissione si limita a svolgere la funzione di distributore all'ingrosso.

In linea di principio, gli sportelli della Banca nazionale forniscono il contante a una sola controparte per ogni banca. Tale controparte si incarica quindi di ridistribuire il numerario all'interno della rete dell'istituzione. Analogamente, le agenzie operano essenzialmente per conto delle banche alle quali esse fanno capo, generalmente istituti cantonali o regionali. I corrispondenti della BNS, situati unicamente nelle località in cui questa non è rappresentata, regolano il flusso di contante degli sportelli delle banche e della Posta, coprendo il deficit di tesoreria dei primi e ritirando l'eccedenza dei secondi. Infatti, la Posta dispone di un eccesso permanente di liquidità dovuto alle abitudini di pagamento degli svizzeri, mentre le banche ne sono in genere carenti. La funzione di corrispondente permette così di ridurre gli invii di banconote fra i centri e la periferia. Tuttavia, le sempre maggiori esigenze di sicurezza ne hanno sensibilmente ridotto l'importanza con il passare degli anni.

Negli anni novanta la Banca nazionale fissò precise regole per evitare di sostituirsi, suo malgrado, alle istituzioni specializzate nel trattamento del

contante. Essa stabilì che il deficit o il surplus di una regione dovevano essere consolidati dalle banche o dalla Posta. Dispose inoltre che le controparti non potessero prelevare e restituire biglietti dello stesso taglio nel corso della medesima giornata, o viceversa, eccezion fatta per quelle difettose. L'accesso ai servizi della banca centrale comportava in effetti dei costi legati alle funzioni di compensazione.

Fino agli anni ottanta, le banche commerciali erano solite trattare gratuitamente il contante della clientela. Dopo la soppressione degli accordi di cartello, agli inizi degli anni novanta, la concorrenza divenne più aspra e si imposero progressivamente nuovi modelli gestionali, in base ai quali ogni attività doveva essere organizzata in centri di profitto. Di conseguenza le banche presero l'abitudine di addebitare ai propri clienti i costi per il trattamento del numerario. Gli effetti di ciò si fecero sentire in particolare sulle grandi catene di distribuzione, già confrontate con un'enorme pressione sui margini. In siffatte circostanze si offrivano loro due possibilità: o trattare esse stesse il contante – una soluzione che per le piccole unità avrebbe comportato costi elevati e quindi una perdita di redditività – o affidare l'incarico a fornitori di servizi specializzati. Optando per la seconda soluzione, a un costo minore di quello fatturato dalle banche, esse fecero nascere un autentico bisogno sul mercato. I fornitori di servizi, tradizionalmente attivi nel trasporto di valori, si trasformarono in vere e proprie aziende specializzate nel trattamento del contante. Nel 1998 una società leader in questo settore propose per la prima volta alle grandi catene di distribuzione una soluzione integrale comprendente la raccolta e il trattamento delle banconote. Questo tipo di collaborazione garantiva simultaneamente professionalità, sicurezza e risparmio di tempo. In seguito, le stesse imprese specializzate offrirono i loro servizi anche alle banche.

Nel 1997 l'ufficio postale di Fraumünster, a Zurigo, fu vittima di una rapina senza precedenti nella storia svizzera, con un bottino ammontante a 53 milioni di franchi. Tale evento segnò una svolta nelle modalità di circolazione del contante. Fino ad allora la Posta aveva provveduto essa stessa a consolidare il numerario incassato ai propri sportelli, che rappresentava circa i due terzi del volume totale di banconote che rifluivano alla BNS. Dopo la rapina essa decise di non più trattare e trasportare i biglietti, bensì di affidare tali compiti a imprese specializzate. Queste ultime poterono così ottimizzare la loro funzione di compensazione grazie al più ampio novero di clienti (grandi catene di distribuzione, banche, Posta), così che i volumi trattati dalla Banca nazionale e dai suoi corrispondenti subirono una notevole flessione.

Allo scopo di offrire il migliore servizio possibile, verso la fine degli anni novanta le imprese specializzate procedettero a nuovi accentramenti nelle regioni con il maggiore uso di contante. Un'analisi dei flussi operativi aveva mostrato che esse trattavano parecchio numerario in termini di valore, ma relativamente poco in termini di volumi. Per giunta, l'elevato livello di sicurezza richiesto dai numerosi punti di appoggio comportava costi eccessivi. Poiché la Banca nazionale realizzava il 95% del proprio volume di operazioni con tali imprese, essa risentì degli effetti di questi accentramenti. La quantità di lavoro aumentò agli sportelli prossimi ai nuovi centri di smistamento, mentre diminuì nettamente negli altri, determinando una situazione di squilibrio. La BNS si vide dunque costretta a intraprendere una profonda ristrutturazione. Nel 1998 concluse a titolo transitorio un accordo con tutte le controparti, in base al quale queste avrebbero dovuto tenere conto, durante un periodo di tre anni, delle capacità di trattamento decentralizzate della BNS⁷. Nel contempo, a ciascuna succursale venne assegnato un contingente in termini di movimento di cassa. La Banca nazionale si avvale di questo lasso di tempo per riorganizzare l'approvvigionamento del contante. Quanto ai movimenti di cassa delle agenzie, che nel 1981 rappresentavano ancora il 20% del totale, essi si ridussero della metà nell'arco di due decenni. In conseguenza della maggiore sicurezza garantita dalle imprese specializzate, venne a perdere di importanza la funzione di compensazione svolta fino ad allora dai corrispondenti, il cui numero pertanto diminuì.

Nel 1998 la Banca nazionale chiuse le succursali di Aarau e di Neuchâtel. L'anno seguente dispose la chiusura del servizio di cassa delle succursali di Basilea, Losanna, Lucerna e San Gallo. Quello della succursale di Lugano è stato soppresso alla fine del 2006. Le imprese specializzate possono effettuare le loro operazioni unicamente a partire da uno dei tre restanti sportelli della BNS, ossia presso le sedi di Berna e di Zurigo, nonché la succursale di Ginevra (cfr. 10.3). Tale riorganizzazione ha consentito di realizzare economie di scala.

La Banca nazionale ha potuto sfruttare altre possibilità di ottimizzazione, come quella consistente nell'assegnare depositi di contante alle proprie controparti. Tali depositi, che la controparte gestisce nei propri locali, funzionano in modo analogo a quelli di un'agenzia della BNS. Gli assegnatari ne traggono vantaggio sul piano pratico e della sicurezza, mentre la Banca nazionale beneficia di una riduzione del volume di lavoro e dei connessi costi. Accogliendo favorevolmente una richiesta del mercato essa ha assegnato il primo deposito di questo tipo nel 2003.

7 BNS, verbale della Direzione generale (1998), 3 dicembre, n. 528.

Pertanto, l'organizzazione del numerario presso la Banca nazionale ha subito straordinari adeguamenti nel corso del tempo. Nel 1982 l'istituto di emissione assicurava l'approvvigionamento del Paese in contante attraverso due sedi, otto succursali e diciassette agenzie, e poteva inoltre contare su una rete di 581 corrispondenti⁸. All'inizio del 2007 questa funzione era espletata unicamente per il tramite di due sedi, una succursale, sedici agenzie e una rete di 195 corrispondenti.

5.1.5 *Le banconote sotto il profilo della sicurezza*

Ai sensi dell'articolo 7 della LUMP, la Banca nazionale emette biglietti di banca secondo le necessità del sistema dei pagamenti, ne stabilisce il valore nominale e la foggia. Nell'espletamento di tale funzione i criteri di sicurezza rivestono un'importanza particolare. La rapida evoluzione delle tecniche di riproduzione grafica esige un costante riesame delle caratteristiche di sicurezza delle banconote e, se necessario, un loro adeguamento. Quanto all'immagine veicolata dai biglietti, ossia la loro connotazione culturale, essa rappresenta anzitutto un mezzo di comunicazione.

La storia della 5ª serie di banconote, celebre per le sue raffigurazioni allegoriche, ebbe il suo epilogo il 30 aprile 2000. La legge prescrive che l'istituto di emissione versi al Fondo svizzero di soccorso per danni causati dalla natura e non assicurabili il controvalore dei biglietti ritirati dalla circolazione e non presentati per il cambio entro venti anni dalla loro sostituzione. Per i biglietti ritirati nel 1980 (compreso quello di 5 franchi della 2ª serie) l'importo versato al suddetto Fondo è stato di 244 milioni di franchi.

La 6ª serie di banconote, concepita da Ernst e Ursula Hiestand e resa popolare dal biglietto di 100 franchi dedicato a Francesco Borromini, fu emessa progressivamente fra il 1976 e il 1979 e quindi ritirata il 1º maggio 2000, dopo 24 anni di circolazione. Questa serie ebbe un ruolo di pioniere in materia di concezione grafica e tecnica di incisione, ispirata all'arte cinetica⁹. Essa venne realizzata sotto l'assillo del tempo in seguito alla comparsa di gravi contraffazioni riguardanti la 5ª serie. Fino agli inizi degli anni ottanta le falsificazioni erano state monopolio esclusivo di contraffattori esperti, che padroneggiavano nei minimi dettagli le tecniche di stampa offset e il cui investimento in termini di tempo e di energie era considerevole. La 6ª serie permise di limitare i rischi solo temporaneamente. In effetti, i suoi principali elementi di sicurezza – carta, filigrana, filo di sicurezza e stampa – non avevano nulla di rivoluzionario,

⁸ BNS, *75^e Rapport de gestion 1982*, p. 48.

⁹ Cfr. Rivaz (1997).

tant'è che il biglietto da 100 franchi venne contraffatto per la prima volta già nell'estate 1984, a soli otto anni dalla sua messa in circolazione.

Il vero pericolo venne dalla straordinaria evoluzione delle tecniche di riproduzione grafica, che ridussero sensibilmente i tempi necessari per la realizzazione di banconote contraffatte. Nel 1987 fece la sua comparsa sul mercato una nuova generazione di fotocopiatrici laser a colori. Sulla scorta di vari test di riproduzione, la Direzione generale giudicò – prescindendo dagli elementi di sicurezza – la qualità dell'impressione straordinariamente buona. Essa dovette così prendere atto che il rischio di contraffazione sarebbe fortemente aumentato nel momento in cui il prezzo di tali apparecchiature fosse divenuto abbordabile¹⁰. I timori si rivelarono fondati, dato che il numero delle contraffazioni accertate, di buona o cattiva fattura, non fece che crescere. Di conseguenza, nell'arco di una decina d'anni, le nuove tecnologie avevano permesso alla piccola criminalità di prendere il sopravvento sui falsari professionisti.

La Banca nazionale aveva adottato la decisione strategica di far realizzare, parallelamente alla serie in circolazione e nella massima riservatezza, una 7ª serie, detta serie di riserva, affidata ai grafici Roger ed Elisabeth Pfund. L'idea era quella di poter mettere prontamente in circolazione una nuova serie di banconote – pari al 100% della circolazione effettiva – qualora fossero comparse contraffazioni gravi a carico della 6ª serie, al fine di preservare la fiducia del pubblico nei mezzi di pagamento e di scongiurare ogni tentativo di destabilizzare l'economia. Si riteneva che, grazie alla grafica differente e all'introduzione di un nuovo elemento di sicurezza (inchiostro metallico), la serie di riserva avrebbe innalzato il livello di sicurezza e sarebbe rimasta valida durante dieci–quindici anni. Ma stante la rapida diffusione delle nuove tecnologie di riproduzione, essa non fu mai messa in circolazione.

L'impressione della 6ª e 7ª serie di biglietti fu affidata all'impresa Orell Füssli (OF) di Zurigo. Si trattava delle prime serie stampate integralmente in Svizzera. Nel 1973 la Banca nazionale e OF stipularono un contratto-quadro inteso a regolare la produzione e la consegna delle banconote. Inoltre, nel 1981 la BNS acquisì dall'azionista maggioritario di allora una quota rilevante del capitale azionario di OF. Nel 1991 essa procedette all'acquisto di un secondo pacchetto di azioni. La partecipazione della BNS al capitale di OF era motivata dal desiderio di assicurarne la continuità operativa a lungo termine. D'altra parte, la presenza della BNS nel consiglio di amministrazione rese possibile una ristrutturazione dell'impresa, che si era resa necessaria all'inizio degli

¹⁰ BNS, verbale della Direzione generale (1987), 16 luglio, n. 330.

anni novanta. Dal 1995 la quota detenuta dalla Banca nazionale nel capitale azionario (con diritto di voto) di OF ammonta al 33,34%.

In virtù del contratto-quadro, adattato alle mutate esigenze nel 1988 e poi nel 2002, la Banca nazionale ha potuto partecipare attivamente alla realizzazione, ad opera di OF e dei suoi sub-fornitori, di nuovi elementi di sicurezza. Alla luce della delicata situazione presente in materia di sicurezza delle banconote e approfittando dell'elevato livello tecnologico e della fama internazionale dei suoi partner in Svizzera, la Banca nazionale diede avvio a progetti di ricerca per la messa a punto di elementi innovativi. L'assistenza finanziaria e tecnica apportata nel quadro del progetto Kinegram®, prodotto utilizzato da numerose banche centrali, costituisce un esempio concreto di tale volontà innovatrice. L'elemento di sicurezza in questione – un derivato dell'ologramma particolarmente efficace – è destinato a impedire riproduzioni di banconote di buona qualità. Nell'intento di fare fronte comune contro i pericoli di contraffazione, la Banca nazionale partecipò assieme ad altre importanti banche centrali europee alla creazione di gruppi di lavoro internazionali sulla stampa di banconote, come il Reproduction and Research Center istituito nel 1989. Il ruolo attivo da essa svolto nella ricerca di nuovi elementi di sicurezza le ha consentito di acquisire un sufficiente margine di vantaggio sui mezzi di riproduzione disponibili.

Sempre nel 1989 venne indetto un concorso di idee per la creazione della 8ª serie. La Banca nazionale affidò al grafico Jörg Zintzmeyer l'incarico di realizzare tale serie, che avrebbe comportato caratteristiche innovative di vario tipo: concezione realizzata interamente con mezzi informatici; *recto* e *verso* trattati verticalmente; presenza di diversi elementi di sicurezza facilmente identificabili dal pubblico. La serie fu messa progressivamente in circolazione fra il 1995 e il 1998. Per la prima volta l'effigie di una celebre cittadina svizzera – e non un personaggio femminile simbolico – figurava su un biglietto di banca della Confederazione, e precisamente quello da 50 franchi.

La Banca nazionale era più che mai consapevole dei rischi legati all'evoluzione tecnologica e alla diffusione dei mezzi di riproduzione grafica e di conseguenza rinunciò ad approntare una nuova serie di riserva, la quale veniva a perdere di significato in quanto gli insufficienti elementi di sicurezza non l'avrebbero comunque posta al riparo da contraffazioni. A causa dell'evoluzione tecnologica essa sarebbe divenuta rapidamente obsoleta e non sarebbe dunque servita che per breve tempo. Questo nuovo contesto tecnologico esercitava parimenti un influsso determinante sulla durata utile delle serie, che tendeva ad accorciarsi. La Banca nazionale adottò pertanto una nuova strategia, capace di assicurare una migliore risposta ai rischi: invece di creare una

serie di riserva, preferì elaborare nuovi elementi di sicurezza integrabili nella serie in circolazione. Ne è un esempio la microperforazione, introdotta dapprima solo nei biglietti di importo elevato e quindi, a partire dall'anno di stampa 2000, anche nelle banconote di piccolo taglio. Questa strategia non è però scevra di inconvenienti: diversi standard di sicurezza in una medesima serie di banconote possono ingenerare confusione presso il pubblico e, di conseguenza, una certa perdita di fiducia. Per tale motivo, a un dato momento può rivelarsi opportuna l'introduzione di una nuova serie.

Mettendo a frutto le esperienze maturate con l'8ª serie e desiderosa di innovare senza l'assillo del tempo, nel 2001 la Banca nazionale decise di avviare i primi lavori di preparazione in vista della creazione della 9ª serie. Tali preparativi ebbero nondimeno il carattere di misura preventiva. A questo scopo la BNS lanciò un concorso di idee nella primavera del 2005. Dopo le serie dedicate agli eroi nazionali, ai paesaggi, ai costumi (2ª–6ª), alle allegorie (5ª), alla scienza (6ª) e alla cultura (8ª), l'ultima ha come tema prevalente «la Svizzera aperta al mondo». Essa presenta la Confederazione come una piattaforma per il dialogo in ambito economico (1000 franchi), per il progresso dell'educazione, della ricerca e dello sviluppo (200 franchi), per la promozione dei diritti umani (100 franchi), per lo sviluppo del turismo e delle attività ricreative (50 franchi), per la creatività nell'ambito della cultura (20 franchi) e per l'organizzazione delle attività sportive (10 franchi).

5.2 Il sistema dei pagamenti senza contante

ROBERT FLURI

5.2.1 *Situazione di partenza – il clearing bancario su base documentale*

Fin dalla sua fondazione la Banca nazionale ha gestito un proprio sistema di regolamento («sistema delle girate»). Questo ha fornito un importante contributo all'assolvimento del mandato conferitole dalla legge di «agevolare e garantire il buon funzionamento dei sistemi di pagamento senza numerario»¹¹. Per vari decenni il sistema delle girate della BNS venne impiegato soprattutto per il trattamento di pagamenti di grande ammontare fra banche, enti pubblici, imprese e individui. I pagamenti di ammontare ridotto di correntisti privati e una parte delle transazioni commerciali fluivano al sistema

¹¹ Art. 2 cpv. 1 della legge sulla Banca nazionale del 1953 (vLBN) e art. 5, cpv. 2, lett. c della nuova legge sulla Banca nazionale entrata in vigore nel 2004 (LBN).

dei conti correnti postali, il quale iniziò a operare poco prima della creazione della Banca nazionale. Durante la prima metà del secolo scorso il sistema delle girate della BNS e il circuito dei conti correnti postali costituirono i due principali pilastri del sistema delle operazioni di pagamento in Svizzera, poiché il settore bancario non disponeva di un'infrastruttura per il trasferimento di fondi in grado di regolare direttamente i pagamenti fra i titolari di conti presso differenti istituzioni (pagamenti interbancari). In risposta al sempre maggiore ricorso del pubblico al sistema bancario per l'esecuzione di pagamenti, fra il 1949 e il 1954, su iniziativa delle grandi banche, venne infine realizzato un sistema di *clearing* bancario. Esso permise il regolamento scritturale dei pagamenti in entrata e uscita delle istituzioni partecipanti¹². Una novità essenziale era costituita dalle centrali di *clearing* mediante le quali le banche associate regolavano su base netta i loro pagamenti. Fungevano da centrali di *clearing* l'Unione di Banche Svizzere, la Società di Banca Svizzera, il Credito Svizzero, la Banca Popolare Svizzera, la Banca cantonale di Berna e la Banca cantonale di Zurigo (per tutte le altre banche cantonali). Nel 1981 si aggiunsero le banche regionali con una propria centrale. La Banca nazionale operava come stanza di compensazione per le istituzioni non appartenenti alla cerchia delle grandi banche e delle banche cantonali e regionali. Le centrali di *clearing* regolavano i saldi attraverso il sistema delle girate della Banca nazionale che – come terzo stadio del sistema – svolgeva così la funzione di centrale delle centrali. Anche il regolamento dei pagamenti fra le banche e il sistema dei conti postali avveniva per il tramite della BNS.

Le istruzioni di pagamento delle banche erano trasmesse in forma scritta o su nastri magnetici. Il centro di calcolo gestito dalla società Telekurs SA classificava le istruzioni in base alla banca destinataria e aggregava i singoli ordini in somme a credito/debito, che venivano quindi regolate sui conti presso le centrali di *clearing*¹³.

5.2.2 Limiti del *clearing* bancario – obiettivi assegnati a un nuovo sistema

Con l'aumentare dei volumi trattati il *clearing* bancario basato su supporti documentali raggiunse i propri limiti di capacità. L'incidenza del lavoro manuale era notevole, e ciò rendeva il sistema macchinoso e poco trasparente¹⁴. Le banche non erano sufficientemente informate sulle risorse liquide disponibili in un dato momento e il trasferimento di un ordine di pagamento

¹² BNS (1957), pp. 264 segg.

¹³ Cfr. Vital (1988), pp. 9 segg.

¹⁴ Cfr. Fischer e Hurni (1988), pp. 52 segg.

poteva richiedere fino a quattro giorni. Siccome in simili circostanze non era possibile un'efficiente gestione della tesoreria, il sistema rendeva necessaria la detenzione di cospicue riserve di liquidità.

La BNS facilitava la gestione di cassa delle banche consentendo loro scoperti di conto quasi illimitati e gratuiti nell'arco della giornata operativa. Così facendo prestava di fatto una garanzia di buon fine del regolamento ed eliminava il rischio sistemico (cfr. 7.5.2), assumendo però ingenti rischi di credito. Le banche partecipanti erano sì tenute al versamento di depositi cauzionali presso la BNS, ma l'ammontare di queste garanzie era esiguo in rapporto a scoperti giornalieri dell'ordine di 20–30 miliardi di franchi¹⁵. Anche le stesse banche erano esposte a rischi di controparte a causa delle asincronie nel regolamento dei pagamenti e nel flusso di informazioni.

Questi rischi, unitamente alle nuove possibilità tecniche di trattamento elettronico *on-line* resesi frattanto disponibili, indussero le banche a considerare la dismissione del sistema ormai superato e a ricercare una nuova soluzione. Questa avrebbe dovuto rendere più rapido e sicuro il regolamento dei pagamenti, creando al tempo stesso le condizioni ottimali per la gestione e il monitoraggio della liquidità. Ciò presupponeva una trasmissione immediata delle informazioni alle banche, che sarebbe stata tuttavia possibile solo mediante un trattamento automatico dei pagamenti. Questi avrebbero dovuto essere regolati sui conti intrattenuti dai partecipanti presso la BNS, al fine di garantirne la definitività e irrevocabilità. Tale requisito avrebbe contribuito a evitare i rischi sistemici e di credito tipici dei meccanismi che consentono pagamenti provvisori o scoperti di conto. I partecipanti dovevano inoltre essere sgravati dal compito di sincronizzare i pagamenti in entrata e in uscita. I promotori si attendevano di poter eliminare, a un costo ragionevole, gli scoperti sui conti a vista della banche («conti giro») presso la BNS. Infine, il sistema avrebbe dovuto essere in grado di trattare sia i pagamenti di elevato ammontare sia quelli al dettaglio.

5.2.3 *Lo Swiss Interbank Clearing (SIC) – principali caratteristiche*

Il 10 giugno 1987 entrò in funzione il nuovo sistema di regolamento interbancario denominato SIC (*Swiss Interbank Clearing*) mediante il centro di calcolo di Telekurs SA. Il sistema è oggi gestito dalla Swiss Interbank Clearing SA, un'affiliata del gruppo Telekurs, su mandato della BNS.

Secondo la terminologia corrente, il SIC si qualifica come un sistema di regolamento lordo in tempo reale. In questo tipo di sistema, noto anche come

¹⁵ Cfr. Vital (1988), pp. 13 seg.

RTGS (*Real-Time-Gross-Settlement-System*)¹⁶, ogni ordine pagamento è regolato individualmente a valere sul conto intrattenuto presso la banca centrale, a condizione che sussista una sufficiente copertura. Il pagamento è irrevocabile e definitivo. Nel SIC valgono come mezzo di regolamento i depositi a vista detenuti presso la BNS¹⁷. Dall'entrata in vigore della nuova legge sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento (LUMP), le disponibilità a vista in franchi presso la BNS hanno un potere liberatorio illimitato, al pari delle banconote. Esse sono quindi idonee a soddisfare ogni obbligazione pecuniaria. Già prima della revisione della legge, i trasferimenti in seno al SIC avevano il carattere di pagamenti in contante¹⁸, dato che gli averi a vista potevano in ogni tempo essere convertiti in banconote.

Il conto di un partecipante al SIC presso la Banca nazionale si articola in due sottoconti, il «conto di base» e il «conto di regolamento nel SIC». Questa suddivisione è motivata unicamente da ragioni tecniche; dal punto di vista giuridico i due sottoconti costituiscono un'unità. Il conto di base è utilizzato per il regolamento di prelievi di numerario e transazioni compiute direttamente con la Banca nazionale e perciò fa capo al sistema contabile della BNS. Le transazioni nell'ambito del *clearing* interbancario trattate dalla SIC SA sono invece liquidate a valere sui conti di regolamento nel SIC. All'inizio di ogni giornata di *clearing*, la BNS provvede a trasferire dal conto di base al conto di regolamento la liquidità necessaria per il funzionamento del SIC. La giornata di *clearing* inizia alle ore 17 e dura fino alle ore 16.15 del giorno lavorativo seguente. Al termine della giornata di *clearing*, la BNS ritrasferisce temporaneamente la liquidità residua dal conto di regolamento al conto di base.

Il sistema SIC tratta un ordine di pagamento soltanto se la sua esecuzione non determina un saldo negativo sul conto dell'ordinante. Se questa condizione non è soddisfatta, il sistema colloca il pagamento in lista di attesa, per poi eseguirlo automaticamente non appena i pagamenti in entrata oppure un trasferimento di fondi dal conto di base apportano al conto di regolamento sufficienti disponibilità. Il trattamento dei pagamenti in lista di attesa avviene secondo il principio FIFO (*first-in-first-out*). La banca ordinante può influenzare la sequenza dei regolamenti assegnando l'istruzione di pagamento a una certa classe di priorità. All'interno di ogni classe di priorità il processo di trattamento è nuovamente basato sul principio FIFO.

¹⁶ Cfr. Lührig e Spremann (1998), pp. 121 segg.

¹⁷ BNS, Contratto (2005), art. 2 cpv. 2.

¹⁸ Art. 3 cpv. 2 e 3 LUMP e relativo messaggio (1999).

Accanto ai sistemi di regolamento lordo, esistono sistemi operanti su base netta, come il passato *clearing* bancario. La loro caratteristica distintiva è la preventiva compensazione dei pagamenti in entrata e in uscita. La banca centrale contabilizza in modo definitivo la posizione netta sui conti di regolamento soltanto al termine del periodo di compensazione. Il regolamento può avvenire sia a intervalli di tempo prestabiliti, sia al raggiungimento di un dato ammontare o numero di operazioni. I pagamenti compensati diventano irrevocabili e definitivi nel loro insieme solo dopo il regolamento sui conti giro presso la banca centrale.

In un sistema di regolamento netto i costi-opportunità per mancati proventi da interessi sono minori che in un sistema su base lorda, poiché per il regolamento è richiesto un volume inferiore di base monetaria infruttifera. Pertanto, a prima vista i sistemi su base netta appaiono molto attrattivi ed efficienti. Tuttavia, anche i loro fautori ammettono che sono meno sicuri dei sistemi di regolamento lordo: essi non consentono infatti ai partecipanti di disporre di pagamenti in entrata che non siano ancora stati regolati in via definitiva. In tal modo viene eliminato il rischio sistemico, impedendo che il sistema dei pagamenti nel suo insieme venga a trovarsi in difficoltà qualora un importante partecipante non sia in grado di coprire la sua posizione debitoria e renda di conseguenza insolventi anche altri partecipanti («effetto domino»)¹⁹.

L'esperienza maturata con il sistema SIC mostra che è possibile minimizzare il fabbisogno di liquidità e il pericolo di un blocco operativo (*gridlock*) mediante taluni accorgimenti tecnico-organizzativi. Nel sistema SIC, ad esempio:

- le banche possono gestire attivamente la lista di attesa assegnando – come si è già detto – gli ordini di pagamento a una determinata classe di priorità;
- il beneficiario può informarsi sui pagamenti in entrata pendenti, ma la banca ordinante è in grado in ogni momento di revocare gli ordini. I pagamenti sono pertanto considerati come non eseguiti e il beneficiario non è indotto a disporre prematuramente dei fondi;
- il sistema immette ordini di pagamento nella lista di attesa 24 ore su 24 e fino a cinque giorni prima della data di esecuzione;
- la struttura tariffaria incita gli utenti a immettere gli ordini di pagamento il più presto possibile (trattamento notturno);
- le banche devono obbligatoriamente suddividere in più operazioni i pagamenti di ammontare di 100 milioni di franchi e oltre (*splitting*);

¹⁹ Cfr. Lührig e Spreemann (1998), pp. 121 seg.

- qualora per tutti i partecipanti il successivo pagamento da eseguire superi i fondi disponibili sul conto, il sistema passa in regime di compensazione bilaterale simultanea (*circles processing*) ricercando automaticamente nella lista di attesa coppie di partecipanti che consentano ai successivi pagamenti di essere compensati reciprocamente;
- nel corso della giornata operativa la BNS mette a disposizione delle controparti liquidità infragiornaliera senza addebito di interessi mediante operazioni pronti contro termine²⁰.

La cerchia di partecipanti comprende primariamente banche e operatori in titoli con sede in Svizzera e nel Principato di Liechtenstein. Le istituzioni finanziarie estere, i cosiddetti partecipanti in via remota, sono ammesse al SIC a condizione che soddisfino determinati requisiti: in particolare, la qualità della vigilanza bancaria nel paese di origine deve corrispondere agli standard svizzeri. Dal novembre 2001 è collegata al sistema anche Post-Finance.

5.2.4 Il progetto SIC – cooperazione fra le banche e la Banca nazionale

La progettazione e realizzazione del sistema SIC sono state il frutto di un lungo e laborioso processo di ricerca. Si trattava in definitiva di trovare una soluzione che tenesse nel dovuto conto sia i desideri delle banche sia le esigenze della Banca nazionale.

Nel 1980 lo studio preliminare *Neukonzeption Bankenclearing – Spiezer-Papier* diede il via ai lavori di sviluppo, ponendo le basi per i successivi progetti di massima e di dettaglio²¹. Lo studio venne elaborato da una commissione *ad hoc* nominata dalle direzioni generali delle quattro maggiori banche di allora. Esso conteneva un'analisi comparata di diverse varianti fondate su ipotesi approssimative circa il volume di operazioni e l'architettura dei processi tecnico-organizzativi. La concezione sottostante al nuovo sistema di regolamento interbancario si poneva in chiara antitesi rispetto al *clearing* bancario preesistente.

Le banche coinvolsero nei lavori di progettazione la Banca nazionale, che cooperò pertanto in diversi gruppi di lavoro. Per la BNS non fu impresa facile, soprattutto nelle fasi iniziali del progetto. Essa si occupava sì di questioni inerenti al sistema dei pagamenti, ma piuttosto a un livello teorico-astratto. A quel tempo mancavano ancora i presupposti per elaborare una propria visione del modo in cui avrebbe dovuto essere disegnato il SIC in termini

²⁰ Cfr. Spöndli (1998), pp. 95 segg.

²¹ *Neukonzeption Bankenclearing* (1980).

concreti. Anche se evidentemente la BNS non riteneva che ciò fosse il suo compito prioritario, le direttive interne andavano comunque nel senso di fissare principi-guida indicanti la direzione in cui avrebbero dovuto essere ricercate le soluzioni, preservando in ogni caso la libertà d'azione in vista delle scelte definitive²². Non sorprende pertanto che talora la BNS abbia reagito con un certo distacco alle proposte delle banche.

Nondimeno, fondamentalmente la Banca nazionale sosteneva il progetto SIC. Stante il suo mandato istituzionale di promuovere il buon funzionamento e la sicurezza del sistema dei pagamenti, essa condivideva gli obiettivi perseguiti dal settore bancario attraverso la creazione del nuovo sistema di regolamento: ottimizzazione della gestione di tesoreria, minimizzazione del rischio di credito, miglioramento del servizio offerto alla clientela e delle procedure organizzative per il trattamento delle transazioni interbancarie. D'altra parte, la BNS fece valere le proprie esigenze allorché si trattava di salvaguardare le sue prerogative in quanto autorità monetaria. In seguito prese anche risolutamente posizione sull'assetto di controllo del SIC.

Il gruppo di lavoro si basò sul presupposto che il SIC – al pari del precedente *clearing* bancario – sarebbe stato gestito dal centro di calcolo della Telekurs SA. Ciò ebbe come conseguenza la suddetta articolazione di ogni conto giro presso la BNS in un conto di base per le operazioni eseguite direttamente con la BNS e in un conto di regolamento SIC per i pagamenti trattati dal SIC attraverso il centro di elaborazione. Tale architettura «a due livelli», come fu allora definita²³, trovò forti resistenze in seno alla Banca nazionale. Vi erano notevoli esitazioni a trasferire riserve bancarie sui conti di regolamento della Telekurs SA²⁴: si temeva in effetti che l'esecuzione di pagamenti in base monetaria al di fuori della Banca nazionale avrebbe comportato la rinuncia a una delle competenze essenziali dell'istituto di emissione. Eventuali carenze nel monitoraggio del processo di regolamento o disfunzioni tecniche avrebbero potuto tradursi in scoperti di conto. Anche l'unitarietà giuridica del conto giro poteva essere compromessa qualora la destinataria delle istruzioni di pagamento non fosse più stata la Banca nazionale, bensì una parte terza. Un altro timore era che il sistema potesse in via autonoma (ossia attraverso il meccanismo delle file di attesa) dar luogo a rapporti creditizi²⁵, un'eventualità questa giudicata estremamente inopportuna dal punto di vista della politica monetaria.

22 BNS, Arbeitsgruppe Zahlungsverkehr (1984), p. 7.

23 BNS, Arbeitsgruppe Zahlungsverkehr (1984), pp. 4 seg.

24 BNS, SIC-Detailkonzept (1984).

25 BNS, SIC-Standortbestimmung (1985), pp. 5 seg.

- In base a tali considerazioni, la Banca nazionale stabilì i requisiti seguenti²⁶:
- le funzioni centrali della tenuta dei conti e della fissazione e gestione dei massimali di credito sono riservate alla BNS;
 - tutti i pagamenti eseguiti tramite il SIC soggiacciono al controllo della copertura;
 - la banca ordinante deve poter revocare unilateralmente in ogni momento i pagamenti pendenti, e la banca beneficiaria non riceve alcuna informazione sui pagamenti in entrata non ancora regolati²⁷;
 - le banche possono ottenere crediti da altre banche nell'ambito del SIC sempreché la banca mutuante trasferisca i fondi corrispondenti dal suo conto giro a quello della banca mutuataria;
 - in linea di principio il sistema deve essere accessibile a tutte le banche;
 - seppure alla luce dell'importanza dei pagamenti interbancari il trattamento da parte della BNS appaia come la soluzione intuitiva, vanno tuttavia prese in esame anche soluzioni basate su una divisione del lavoro;
 - deve essere garantita la capacità di resistenza del sistema in situazioni di crisi.

Per la BNS erano di primaria importanza le implicazioni del nuovo sistema per la conduzione della politica monetaria, che a quell'epoca si basava sulla moneta della banca centrale (banconote più depositi a vista delle banche presso l'istituto di emissione) come indicatore e grandezza-obiettivo. Poiché il nuovo sistema avrebbe facilitato la gestione della liquidità nel settore bancario, la BNS riteneva che la domanda di base monetaria, in particolare di averi in conto giro, si sarebbe ridotta. Ma l'entità della riduzione e la durata del processo di aggiustamento al nuovo equilibrio erano difficilmente prevedibili (cfr. 4.3.2). Si pose pertanto la questione di una possibile alternativa alla base monetaria come indicatore e variabile strumentale.

Nell'estate 1986 fu presentata una soluzione²⁸ che prevedeva la tenuta dei conti di regolamento SIC presso un centro di elaborazione automatica dei dati (EAD) al quale avrebbero dovuto collegarsi i partecipanti. Restava tuttavia da chiarire se il SIC sarebbe stato dotato di moneta della banca centrale o di averi a vista delle banche presso altri istituti, così come non era ancora definito il suo assetto di controllo. Nell'ipotesi di dotazione con moneta della banca centrale erano in predicato due modelli, ossia una «soluzione BNS» e una «soluzione mandato».

26 BNS, SIC-Standortbestimmung (1985), pp. 1 seg.

27 BNS a Telekurs SA (1985), p. 5.

28 BNS, verbale della Direzione generale (1986), 3 luglio, n. 298.

Secondo la «soluzione BNS» – come si evince dall’espressione – la Banca nazionale avrebbe gestito il sistema in proprio, oppure nell’ambito di un ente consortile nel quale avrebbe esercitato un influsso predominante. Questa era la variante preferita dalla Banca nazionale. In tal caso, però, non sarebbe più stata possibile una realizzazione entro i termini previsti. Per le banche si trattava di un’opzione inaccettabile. Esse avevano investito ingenti somme nel progetto e desideravano dismettere al più presto il lento e rischioso *clearing* bancario, senza attendere i due/tre anni che avrebbe presumibilmente richiesto la messa a punto della soluzione BNS. Si aggiunga che molte aziende stavano già predisponendo i propri sistemi interni in funzione del SIC. Le banche temevano inoltre che potesse venir meno la riservatezza dei dati sulla clientela qualora fosse stata trasferita alla BNS la gestione del segmento comunicazione e informazione del sistema.

La «soluzione mandato» prevedeva invece che la società Telekurs SA avrebbe gestito il SIC su incarico della Banca nazionale. Le banche erano in favore di questa opzione. La BNS invece la respinse, in quanto temeva di non poter controllare adeguatamente il sistema. Essa giudicava necessario un esteso controllo, ritenendo di essere responsabile verso i titolari dei conti giro dell’esecuzione corretta e accurata degli ordini di pagamento e di sopportare quindi i rischi gestionali del sistema. Alla BNS difettavano tuttavia le conoscenze tecniche per esercitare tale controllo. Per acquisirle essa avrebbe dovuto partecipare attivamente alla gestione del SIC, in misura tale però da mettere in questione la ragion d’essere della «soluzione mandato». Va inoltre detto che la BNS considerava la Telekurs SA un’emanazione delle banche, e non un centro di calcolo neutrale. Di conseguenza, temeva che tale società avrebbe utilizzato i suoi spazi di manovra in favore delle banche e che sarebbero sorti conflitti di interessi. Infine, i responsabili della BNS in seno al progetto dubitavano, a causa della complessità del nuovo sistema e della insufficiente esperienza in materia, che fosse possibile allestire un impianto contrattuale adeguato²⁹.

In retrospettiva, il rifiuto della «soluzione mandato» nella fase terminale del progetto può apparire un po’ contraddittorio, dal momento che la Banca nazionale in uno stadio anteriore non aveva escluso in linea di principio una gestione condivisa. Ciò aveva evidentemente generato errate aspettative presso le banche circa la configurazione delle responsabilità gestionali. A posteriori colpisce inoltre come nella valutazione delle proprie possibilità e capacità la BNS sia stata incline a un’eccessiva cautela e abbia sopravvalutato

29 BNS, SIC (1986), pp.4 segg.

le difficoltà di un controllo efficiente del sistema SIC. Non si può non scorgere uno certo paradosso nel fatto che in seguito la BNS abbia accettato proprio la «soluzione mandato» come modello di gestione congruo.

L'approccio alternativo senza moneta della banca centrale non prevedeva alcun coinvolgimento diretto della BNS. Esso era concepito come sistema su base netta. Come avviene tipicamente in un sistema di questo tipo, i pagamenti sarebbero stati dapprima compensati reciprocamente presso un centro di calcolo delle banche, regolando poi periodicamente le sole posizioni nette a valere sui conti giro presso la banca centrale. Questa variante non incontrava il favore né delle banche (in sostanza essa contraddiceva lo spirito del documento di Spiez) né della Banca nazionale, che avrebbe dovuto potenziare il sistema delle girate per il regolamento periodico delle posizioni nette.

Pertanto, le parti erano giunte a un punto morto nella soluzione del problema dell'assetto gestionale. Venne perciò ricercato un compromesso che non implicasse differimenti del progetto inaccettabili per le banche e nel contempo tenesse conto degli interessi della BNS. Le parti concordarono infine una variante composta di due elementi, ossia la gestione su mandato sopra descritta in quanto «soluzione transitoria» e una «soluzione definitiva» che, al termine di un periodo di due/tre anni, avrebbe sostituito quella transitoria.

La soluzione definitiva prevedeva la seguente ripartizione dei compiti fra la Banca nazionale e la Telekurs SA: la BNS sarebbe stata competente per il regolamento dei pagamenti di grande ammontare, e a questo fine avrebbe gestito i conti a vista delle banche sul proprio sistema EAD, assumendo in proprio le funzioni connesse con la tenuta dei conti. Per converso, la Telekurs SA avrebbe regolato nel suo centro EAD, su mandato delle banche, i pagamenti al dettaglio, ovvero di importo unitario inferiore a 50 000 franchi. Nelle circostanze di allora ciò significava che il sistema della BNS avrebbe trattato 11 000 istruzioni di pagamento su un totale di 240 000 (pari al 5%), mentre il restante 95% sarebbe transitato dalla Telekurs SA.

Questa suddivisione in pagamenti di grande e piccolo ammontare corrispondeva agli intendimenti della Banca nazionale, che voleva evitare i problemi di difficile soluzione tecnica connessi con il trattamento di un elevato volume di pagamenti di importo ridotto irrilevanti ai fini di politica monetaria. La soluzione definitiva faceva venir meno anche le riserve espresse all'interno della BNS riguardo all'architettura «a due livelli» (rinuncia a competenze essenziali dell'istituto di emissione qualora i pagamenti in base monetaria fossero eseguiti da una parte terza, rischio di compromettere l'unitarietà giuridica dei conti, ecc.), nonché i predetti timori delle banche circa la confidenzialità dei dati sulla clientela.

Non mancarono però obiezioni all'interno della BNS anche nei riguardi della soluzione definitiva: si temeva in particolare che le banche potessero non essere affatto interessate a questa soluzione, in quanto desideravano regolare tutti i pagamenti SIC attraverso i conti giro. La Direzione generale della BNS condivideva tale timore e decise perciò di vincolare l'operatività della soluzione transitoria alla realizzazione della soluzione definitiva. Un'eventuale revoca dell'accordo concernente lo sviluppo della seconda avrebbe comportato l'immediato annullamento di quello relativo alla prima³⁰.

I rapporti giuridici fra le parti erano regolati da quattro convenzioni che istituivano una complessa rete contrattuale. I contraenti erano primariamente le banche insediate in Svizzera e nel Liechtenstein (partecipanti SIC), la Telekurs SA e la Banca nazionale. L'impianto contrattuale comprendeva gli accordi riguardanti lo sviluppo della soluzione definitiva e la soluzione transitoria, di cui erano controparti la BNS e la Telekurs SA. Il cosiddetto «SIC-Girovertrag» disciplinava i rapporti giuridici fra la BNS e i partecipanti SIC, mentre quelli fra la Telekurs SA e i partecipanti erano retti dal contratto sulle regole di comportamento, sulla soluzione finale e sulla ripartizione delle perdite. Oltre ai poteri di controllo che le erano garantiti contrattualmente, la BNS vedeva riconosciute anche le sue esigenze sul piano dell'informazione, potendo disporre di un seggio nel comitato del Consiglio di amministrazione della Telekurs SA. L'insieme dei contratti entrò in vigore il 5 giugno 1987.

Nel gennaio 1989 si concluse la fase introduttiva della soluzione transitoria. 161 banche erano collegate al SIC, che mediamente trattava ogni giorno 220 000 pagamenti per un ammontare totale di 118 miliardi di franchi. Nel 2005 il numero di partecipanti era salito a 300 e in media il sistema regolava quotidianamente circa 850 000 pagamenti per un valore di 170 miliardi. Con l'introduzione del SIC gli averi in conto giro delle banche scesero drasticamente da circa 7,5 a 2,5 miliardi, ma ciò nonostante non si verificò alcuna strozzatura significativa nel flusso dei regolamenti. Persino nel periodo 1990–1995, in una fase restrittiva della politica monetaria durante la quale gli averi sui conti giro dei partecipanti scesero sotto i 2 miliardi di franchi, la funzionalità del sistema non venne mai messa in questione.

5.2.5 La soluzione transitoria SIC – una provvisorietà destinata a permanere

Il SIC dimostrò che un sistema di regolamento lordo può essere gestito senza sostanziali inconvenienti. Siccome per lungo tempo la Svizzera rimase uno dei pochi paesi che disponevano di un sistema funzionante di tale tipo, il

30 Cfr. Hess (1988), pp. 31 segg.

SIC assunse internazionalmente un certo carattere di esemplarità. Tuttavia, non mancavano allora anche le voci critiche. Gli esponenti di talune banche centrali estere, pur considerando il SIC una soluzione concettualmente avanzata, dubitavano della sua realizzabilità nel proprio paese: alcuni sostenevano che il principio FIFO era troppo rigido e che si sarebbero dovuti consentire degli scoperti almeno entro i limiti stabiliti per le anticipazioni su pegno; altri non erano convinti che nelle condizioni esistenti la domanda di riserve bancarie si sarebbe attestata su livelli accettabili³¹. L'ottimizzazione del sistema continuava peraltro ad essere oggetto di discussioni anche a livello interno. Queste condussero all'adozione delle misure menzionate al punto 5.2.3, che dovevano controbilanciare gli svantaggi di un'applicazione troppo rigorosa del principio FIFO. In particolare, dal 1999 le banche poterono disporre di liquidità infragiornaliera senza addebito di interessi.

Nel 1995 la Direzione generale della BNS decise di non sviluppare ulteriormente il sistema SIC nel senso della «soluzione definitiva», poiché a suo giudizio ciò sarebbe equivalso a un passo a ritroso. Inoltre, essa non desiderava alcun cambiamento radicale nemmeno in relazione all'assetto gestionale, ma piuttosto un'ottimizzazione della situazione esistente e una correlativa revisione dei contratti³². Tali decisioni sono comprensibili se si pensa che, dopo otto anni di funzionamento proficuo ed efficiente del sistema, una sua riconfigurazione avrebbe comportato costi e rischi notevoli. Colpisce però il fatto che, durante il lasso di tempo previsto contrattualmente dall'entrata in funzione del SIC, la Banca nazionale non abbia compiuto alcun passo significativo per realizzare la soluzione definitiva, nonostante questa fosse stata a suo tempo oggetto di acceso dibattito. La successiva rinuncia all'attuazione della soluzione definitiva è stata senz'altro indice di flessibilità e pragmatismo. Nondimeno, a posteriori l'atteggiamento della BNS nella definizione dell'assetto gestionale appare non del tutto privo di contraddizioni.

In data 8 ottobre 2002 una nuova convenzione concernente il sistema SIC subentrò agli accordi previgenti sulle soluzioni transitorie e definitive. Gli emendamenti si limitarono agli aspetti formali, in vista della revisione più estesa che avrebbe fatto seguito all'entrata in vigore della nuova legge sulla Banca nazionale, avvenuta nel maggio 2004. Infatti, la nuova legge avrebbe assegnato alla Banca nazionale, come compito addizionale, la sorveglianza dei sistemi di pagamento e regolamento con rilevanza sistemica. Il SIC rientra fra i sistemi di questo tipo e viene pertanto sorvegliato dalla BNS. In base al

31 BNS, Gruppo di esperti (1989).

32 BNS, Zahlungsverkehr (1994).

nuovo quadro giuridico, la Banca nazionale rielaborò i propri rapporti contrattuali con la SIC SA. Il nuovo contratto del 23/27 giugno 2005 definisce ora chiaramente le prestazioni di competenza della SIC SA e della BNS, e sancisce i poteri di controllo di quest'ultima nel sistema SIC in funzione delle esigenze di politica monetaria e della missione di agevolare e garantire il buon funzionamento dei sistemi di pagamento.

5.2.6 *Il SIC come parte di una rete nazionale e internazionale*

La globalizzazione della finanza e la progressiva integrazione europea (Unione monetaria), nonché gli sforzi tesi a minimizzare i costi e i rischi, hanno condotto a una stretta interconnessione fra le varie infrastrutture dei mercati finanziari³³. Come mostra l'enumerazione che segue, il settore finanziario svizzero, e quindi anche il SIC, non si sono sottratti a questa evoluzione.

Nel marzo 1995 il SIC si collegò al sistema di regolamento in tempo reale delle operazioni in titoli SECOM entrato in funzione nell'ottobre 1993 e gestito dalla Società svizzera per il giro dei titoli SA (SEGA, divenuta in seguito SIS SegalInterSettle SA). Grazie a tale collegamento, le negoziazioni in valori mobiliari in Svizzera sono regolate secondo il principio «consegna contro pagamento». Questo opera nel modo seguente: se viene trasmesso un ordine di acquisto (o di vendita) di titoli e se la posizione in titoli del venditore è coperta, SECOM blocca quest'ultima e inoltra un ordine di pagamento al sistema SIC; se sul conto di regolamento SIC del compratore vi è la corrispondente copertura in numerario, il sistema esegue il pagamento; alla ricezione della conferma di pagamento SECOM effettua la consegna dei titoli. In seguito, SECOM venne collegato anche con la SWX Swiss Exchange, sorta nel 1995 dalla fusione di tre borse valori locali. In tal modo fu realizzato il trattamento automatico di una compravendita di titoli dalla negoziazione fino alla liquidazione e alla consegna dei valori. Questo sistema di regolamento pienamente integrato è anche noto con il nome di *Swiss Value Chain*.

Il regolamento delle transazioni in euro a partire dalla Svizzera avviene dal 1999 tramite il cosiddetto euroSIC, che funziona in modo sostanzialmente analogo al SIC per i pagamenti in franchi svizzeri. Nell'autunno 2001 i due sistemi, che avevano fino ad allora operato separatamente, vennero integrati in una piattaforma comune. L'elemento di connessione fra le banche operanti in Svizzera, il sistema dei pagamenti europeo TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*) e i sistemi nazionali degli Stati membri dell'Unione europea è costituito dalla Swiss Euro

33 Cfr. Klein e Palazzo (2003), pp.93 segg.

Clearing Bank (SECB), con sede a Francoforte, appartenente a banche svizzere e a PostFinance. In quanto banca tedesca abilitata, la SECB ha accesso diretto al sistema RTGS^{plus} della Deutsche Bundesbank, a sua volta collegato con TARGET. Ciò consente alle banche elvetiche di regolare pagamenti transfrontalieri in euro alle stesse condizioni delle banche situate nella UE. Di converso, le banche UE possono inoltrare pagamenti a istituzioni svizzere attraverso i corrispondenti sistemi nazionali, TARGET e RTGS^{plus}. EuroSIC è parimenti collegato al sistema di regolamento in titoli SECOM.

Dal novembre 2001 anche le transazioni fra i conti dei clienti di PostFinance e quelli delle banche sono regolate tramite il SIC. In precedenza il collegamento fra la Posta e le istituzioni bancarie era stato assicurato dal sistema di regolamento della BNS. PostFinance detiene una partecipazione nel capitale della SIC SA.

L'entrata in funzione del sistema di regolamento multivalutario CLS (*Continuous Linked Settlement*) a metà 2002 rappresentò un passo importante verso la realizzazione di un'infrastruttura finanziaria globale. Il CLS, frutto della cooperazione di banche internazionali, deve la sua esistenza anche alle pressioni esercitate dalle banche centrali. Queste ultime, in seguito al fallimento della banca Hertstatt nel 1974, che per numerose banche aveva comportato ingenti perdite sulle posizioni in cambi, avevano sollecitato il settore finanziario a trovare una soluzione che minimizzasse i rischi di regolamento nelle transazioni valutarie (cfr. 7.1.2). Il CLS permette in effetti di eseguire tali operazioni secondo il principio «pagamento contro pagamento». La CLS Bank liquida entrambi i lati di un'operazione – accredito/addebito dei contraenti – in modo simultaneo e su base lorda. Ciò elimina il rischio di inadempienza e impedisce il ripetersi del «caso Herstatt» con le sue conseguenze dirimpenti per l'intero sistema finanziario. La CLS Bank dispone di un raccordo diretto con i sistemi di regolamento lordo dei paesi le cui valute sono trattate nel CLS. Il regolamento del controvalore in franchi presso il CLS avviene tramite un cosiddetto accesso remoto della CLS Bank al sistema SIC. Le tre maggiori banche svizzere (UBS, Credit Suisse e Banca cantonale di Zurigo) sono *settlement members* e azionisti di CLS. Esse liquidano le loro operazioni in divise estere direttamente nel CLS. Altre banche elvetiche (*third parties*) si servono invece del tramite dei *settlement members*.

Oltre al regolamento diretto ad opera del SIC, il gruppo Telekurs offre alle banche varie possibilità di trattamento nell'ambito dei pagamenti commerciali, ad esempio, Bancomat, Tancomat, EFTPOS (*Electronic File Transfer for Point of Sale*) e carte prepagate (CASH). Esso fornisce il sostegno tecnico anche per le riscossioni di pagamenti ricorrenti preautorizzati (LSV, sistema di

addebitamento diretto) e fino al 2006 gestiva anche il sistema di scambio dei supporti di dati (DTA), mediante il quale le imprese non finanziarie regolavano i pagamenti di ammontare ridotto. A differenza di quanto avviene nel SIC, la Telekurs SA non trattava questi ordini di pagamento in «tempo reale», bensì li aggregava dapprima in importi totali che venivano quindi regolati periodicamente tramite il SIC.

5.2.7 *Il sistema dei pagamenti al dettaglio*

A differenza di quanto avviene per i pagamenti di grande ammontare, la Banca nazionale non esercita alcun influsso diretto sull'evoluzione dei mezzi di pagamento al dettaglio. Essa lascia che sia il mercato a individuare i bisogni della clientela, e a sviluppare e offrire i servizi corrispondenti. In via eccezionale la BNS si propone tuttavia come moderatrice allorché occorre conciliare interessi divergenti. Per contro, nel quadro delle sue analisi macroeconomiche e finanziarie essa segue attentamente le tendenze evolutive nel sistema dei pagamenti al dettaglio, e ciò per varie ragioni.

In primo luogo, le innovazioni in questo ambito si ripercuotono sulla conduzione della politica monetaria. Ai fini del governo della moneta è importante che l'impiego di mezzi di pagamento diversi dal contante consenta una gestione più efficiente della liquidità. Laddove esiste un'infrastruttura adeguata, oltre ad avere una maggiore propensione al pagamento, l'utilizzatore paga esattamente l'ammontare dovuto. Al contrario, il contante deve essere manipolato e trasportato materialmente, con tutti i rischi che questo comporta, e in quantità che coprano anche gli imprevisti. Ciò si traduce in maggiori costi per mancati interessi. L'uso di mezzi di pagamento alternativi al contante permette di ridurre costi e rischi.

Poiché il circolante e i depositi bancari liberi sono parte degli aggregati che la Banca nazionale utilizza come indicatori del grado di restrizione monetaria, un aumento dell'efficienza nel sistema dei pagamenti influisce sulla velocità di circolazione della moneta e quindi sul comportamento degli aggregati³⁴. Di conseguenza, l'evoluzione di questi ultimi non è più interpretabile chiaramente. Per l'autorità monetaria è perciò importante valutare in termini quantitativi e qualitativi gli effetti dei nuovi mezzi di pagamento sulla domanda di moneta³⁵. Le implicazioni per la politica monetaria sono particolarmente problematiche allorché i succedanei del contante si diffondono non in modo graduale, bensì con discontinuità.

³⁴ Cfr. Fluri (1995), pp. 76 seg.

³⁵ Cfr. Peytrignet (1995).

Un altro motivo che induce la BNS a interessarsi alle tendenze evolutive dei pagamenti al dettaglio si ricollega al mandato assegnatole dalla legge di facilitare e garantire l'operatività dei sistemi di regolamento senza contante. L'utilizzo dei moderni mezzi di pagamento si basa su un'infrastruttura tecnica complessa e quindi soggetta ad avarie. Una disfunzione dei sistemi di regolamento inibisce l'attività economica, pregiudica la fiducia del pubblico e può pertanto causare, se protratta nel tempo, ingenti costi macroeconomici. Al fine di ridurre la probabilità di siffatte disfunzioni e situazioni critiche, la Banca nazionale ha il potere, in quanto istituzione preposta dalla legge alla sorveglianza dei sistemi di pagamento e regolamento, di intervenire sul piano normativo con la fissazione di requisiti minimi.

Infine, la BNS è in relazione con il sistema dei pagamenti al dettaglio anche nella sua veste di mandante e organo di controllo del SIC. Affinché il pubblico possa utilizzare mezzi di pagamento basati su carte di debito/credito, devono sussistere rapporti di conto con i diversi intermediari quali le banche, PostFinance e gli emittenti delle carte. In altri termini, per poter utilizzare i nuovi strumenti come mezzi di pagamento al dettaglio occorre la presenza di un efficiente sistema di regolamento interbancario come il SIC.

Fra questa attività della BNS orientata alla politica monetaria e alla sorveglianza, da un lato, e gli sforzi delle banche tesi ad automatizzare ulteriormente il sistema dei pagamenti, dall'altro, possono talora sussistere potenziali conflittualità. Per le istituzioni bancarie l'obiettivo primario è quello di armonizzare i costi e i ricavi del servizio dei pagamenti. Se i prelievi di contante allo sportello assorbono notevoli risorse di personale e sono quindi particolarmente onerosi, anche il trattamento del contante (conteggio, cernita, ecc.), il suo trasporto e le connesse misure di sicurezza comportano costi ingenti. Il contante non frutta interessi, sicché le banche si sforzano di ridurre al minimo le giacenze di cassa e l'utilizzo del numerario come mezzo di pagamento. A questo scopo hanno creato particolari conti personali a fini transattivi come, ad esempio, i conti privati e salario, che fruttano un certo – seppur modesto – interesse, e grazie ai quali i titolari possono regolare i propri pagamenti senza numerario. Nel 2005 le disponibilità in essere su tali conti (presso le banche e PostFinance) ammontavano a circa 100 miliardi di franchi, rispetto ai 30 miliardi di venti anni prima. Le banche sono attive nel settore delle carte di credito anche in qualità di emittenti. A sua volta ciò è collegato all'erogazione di crediti al consumo.

Le nuove tecniche di pagamento riducono alla lunga anche il signoraggio dello Stato e della banca centrale nella misura in cui comportano un minore utilizzo del contante. La carta di debito rappresenta un mezzo di pagamento

che sarebbe impensabile senza il supporto delle moderne tecnologie. Il titolare di una carta di debito può ritirare contante in ogni momento presso i distributori automatici (Bancomat e Postomat) e quindi gestire meglio la detenzione di numerario in funzione dei bisogni. Ne consegue un calo tendenziale della domanda di contante. Durante il 2005 sono stati prelevati complessivamente 24,9 miliardi di franchi da circa 5600 distributori, contro i 12,6 miliardi ritirati nel 1990 presso i 2200 distributori allora in funzione. Il titolare di carta di debito può evitare del tutto l'utilizzo di contante disponendo l'addebito della somma dovuta sul proprio conto bancario e il contestuale accredito sul conto del beneficiario, previa digitazione del numero di identificazione personale (PIN) alla cassa del punto di vendita. In questo caso viene meno il prelievo di denaro presso un distributore automatico di banconote (ATM) oppure – come avveniva in passato – presso uno sportello bancario o postale mediante assegno. Nel 2005 erano presenti in Svizzera oltre 200000 punti di vendita (34000 nel 1995) che accettavano carte di debito.

L'assegno ha invece perso di importanza, sia come mezzo di pagamento al punto di vendita (anche se in tale funzione esso non ha mai avuto una larga diffusione in Svizzera), sia come strumento per il prelievo di contante, che in confronto alle attuali possibilità era alquanto scomodo. Un'ulteriore ragione della quasi scomparsa dell'assegno in Svizzera risiede nei costi di trattamento troppo elevati e non più concorrenziali.

Un altro sostituto del contante è la carta di credito. In questo caso, a differenza di quanto accade con la carta di debito, l'emittente cumula i pagamenti effettuati nel corso di un determinato periodo e li addebita sul conto del titolare soltanto al termine del periodo (di regola un mese). Il punto di vendita riceve invece l'accredito immediato del pagamento. In tal modo, di fatto l'emittente concede al titolare un credito, remunerato con l'addebito di spese e commissioni a carico del titolare stesso e del punto di vendita. Anche l'esecuzione di pagamenti mediante carta di credito ha potuto essere resa più razionale ed agevole grazie all'applicazione della tecnologia *on-line*.

La moneta elettronica consiste in disponibilità memorizzate in un computer (*digital cash* o *cyber cash*) oppure in una carta prepagata (per lo più una carta di debito con *chip* incorporato). La prima forma è adatta ai pagamenti per via telematica, mentre con la carta prepagata il titolare può invece pagare direttamente al punto di vendita. Il possesso di moneta elettronica presuppone di regola una relazione di conto con un'istituzione finanziaria (banca o PostFinance). Ad esempio, il titolare di una carta prepagata può caricare l'importo desiderato (attualmente fino a un massimo di 300 franchi per ogni carica) presso un distributore automatico di biglietti. Tale importo viene

addebitato sul conto del titolare e al tempo stesso portato a credito dell'istituzione presso un *Cash-Pool* utilizzato per il regolamento dei pagamenti. In Svizzera il *Cash-Pool* possiede lo status di banca. Allorché il titolare effettua un pagamento con la carta prepagata, l'ammontare corrispondente viene addebitato al *Pool* e accreditato al punto di vendita. Il regolamento finale delle transazioni avviene sui conti giro presso la Banca nazionale. A causa della limitata capacità di carica, le carte prepagate sono oggi utilizzate di preferenza per il pagamento di piccoli importi in edicole, distributori di titoli di trasporto, parcheggi, ecc.

È difficile quantificare l'effetto di sostituzione dei nuovi mezzi di pagamento, cosicché non è ancora chiaro in che misura il prelievo di denaro dai distributori automatici accresca la velocità di circolazione della moneta ovvero riduca la domanda di contante da parte del pubblico. Vari indicatori fanno ritenere che negli ultimi anni è calata la quota dei beni e servizi pagati con contante. Alcuni dati al riguardo: in Svizzera nel 2004 sono state effettuate 260 milioni di transazioni con carte di debito (nel 1990: 10 milioni) per un valore di 37 miliardi di franchi (nel 1990: 500 milioni di franchi). Nello stesso anno le operazioni con carte di credito sono ammontate a 81 milioni (nel 1990: 16 milioni) per un valore di 15 miliardi di franchi (nel 1990: 4 miliardi di franchi). Pertanto, negli ultimi quindici anni il numero di transazioni eseguite con carte di debito o credito si è più che decuplicato. Nel 2005 circolavano in Svizzera 6,3 milioni di carte di debito e 3,4 milioni di carte di credito. Non sorprende quindi che fra il 1990 e il 2005 a fronte di una crescita nominale di circa il 47% dei consumi delle famiglie residenti, passati da 187 a 275 miliardi di franchi, l'aumento delle banconote in circolazione – escludendo il biglietto da 1000 franchi utilizzato per lo più come riserva di valore – sia risultato solo del 14%, da 14,6 a 16,7 miliardi di franchi.

Fonti

- BNS a Telekurs SA, (1985), lettera, 3° Dipartimento alla Telekurs SA concernente *Swiss Interbank Clearing* (SIC), 14 ottobre, archivio BNS.
- BNS, Arbeitsgruppe Zahlungsverkehr (1984), consultazione SIC sul progetto dettagliato (3° Dipartimento), 4 gennaio, archivio BNS.
- BNS, Contratto (2005), Contratto fra la Banca nazionale svizzera e la Swiss Interbank Clearing SA concernente il sistema SIC, 23/27 giugno, archivio BNS.
- BNS, Gruppo di esperti (1989), rapporto del 3° Dipartimento alla Direzione generale sulla riunione del 12–14 dicembre del *Group of Experts on Payment Systems* della BRI, 18 dicembre, archivio BNS.
- BNS, Mise hors cours de monnaies courantes (2003), circolare alle agenzie BNS, 1° dicembre, archivio BNS.
- BNS, *75^e Rapport de gestion 1982*, biblioteca BNS, Zurigo.
- BNS, SIC (1986), SIC – Aufsicht, Sicherheit und Trägerschaft, proposta del 3° Dipartimento alla Direzione generale, 9 gennaio, archivio BNS.
- BNS, SIC-Detailkonzept (1984), parere sulla presa di posizione della Banca nazionale concernente il progetto di dettaglio SIC, documento di discussione del servizio giuridico all'attenzione della Direzione generale, 1° febbraio, archivio BNS.
- BNS, SIC-Standortbestimmung (1985), proposta del 3° Dipartimento alla Direzione generale, 10 settembre, archivio BNS.
- BNS, verbale della Direzione generale (vari anni), archivio BNS.
- BNS, *Wie gross ist der Frankenumlauf im Inland?* (1998). In *Geldmengenbericht*, febbraio, pp. 20–24, archivio BNS.
- BNS, Zahlungsverkehr (1994), seminario di studio della Direzione generale del 25 maggio sul tema sistema dei pagamenti, verbale, 26 maggio, archivio BNS.
- Messaggio (1999) concernente la legge federale sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento (LUMP) del 26 maggio, FF 1999 6201.
- Neukonzeption Bankenclearing (1980), studio preliminare («Documento di Spiez») della commissione *ad hoc* delle quattro maggiori banche, 30 agosto, archivio BNS.

Bibliografia

- BNS (1957), *Banque nationale suisse 1907–1957*, [Zurigo, BNS].
- Fischer, F. e W. Hurni (1988), Erste Erfahrungen mit dem Schweizerischen Interbank-Clearing-System (SIC) aus der Sicht einer Grossbank. In P. Klausner (a cura di), *Wirtschaft und Recht*, Sonderheft: Elektronischer Interbank-Zahlungsverkehr in der Schweiz, 40 (1), pp. 50–62.
- Fluri, R. (1995), Grundlagen zur Revision der Geldaggregate im Jahre 1995, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 13 (1), pp. 76–88.
- Hess, M. (1988), Die Rechtsgrundlagen des Swiss Interbank Clearing (SIC). In P. Klausner (a cura di), *Wirtschaft und Recht*, Sonderheft: Elektronischer Interbank-Zahlungsverkehr in der Schweiz, 40 (1), pp. 31–49.
- Klein, F. e G. Palazzo (2003), *Kulturgeschichte des Geldflusses: Die Entwicklung des Zahlungsverkehrs mit Fokus Schweiz*, Zurigo, Verlag SKV.
- Kohli, U. (1988), A Note on Banknote Characteristics and the Demand for Currency by Denomination, *Journal of Banking and Finance*, 12 (3), pp. 389–399.

Lühlig, A. e K. Spremann (1998), Target. In H. Geiger e K. Spremann (a cura di), *Banktopologie: Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen*, 280, Berna [ecc.], Haupt, pp. 119–165.

Peytrignet, M. (1995), Analyse statistique de l'agrégat M_1 , définition 1995, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 13 (1), pp. 89–107.

Rivaz, M. (1997), *Le billet de banque suisse 1907–1997*, Le Mont-sur-Lausanne, Collection la mémoire de l'œil.

Spörndli, E. (1998), Geldpolitische Steuerung und Zahlungsverkehr – Eine wichtige Schnittstelle. In H. Geiger e K. Spremann (a cura di), *Banktopologie: Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen*, 280, Berna [ecc.], Haupt, pp. 95–102.

Vital, C. (1988), Das elektronische Interbank-Zahlungsverkehrssystem SIC. In P. Klauser (a cura di), *Wirtschaft und Recht*, Sonderheft: Elektronischer Interbank-Zahlungsverkehr in der Schweiz, 40 (1), pp. 9–30.

6 Le relazioni monetarie internazionali

6.1 L'assistenza monetaria

UMBERTO SCHWARZ

6.1.1 Introduzione

Nel corso degli ultimi venticinque anni, la Banca nazionale ha partecipato a numerose operazioni di assistenza monetaria internazionale a favore delle economie emergenti, in transizione e in via di sviluppo. Diversamente dalla politica monetaria, che è condotta in maniera autonoma, l'assistenza monetaria viene decisa d'intesa con la Confederazione.

Due sono le ragioni essenziali che spiegano l'aiuto monetario apprestato dalla BNS. In primo luogo, poiché la Svizzera è una piccola economia fortemente aperta verso l'estero e dotata di una piazza finanziaria di dimensioni internazionali, essa annette grande importanza alla stabilità delle relazioni monetarie e finanziarie internazionali. In secondo luogo, l'assistenza monetaria consente alla BNS, e dunque alla Svizzera, di acquisire un certo capitale di immagine che facilita l'accesso a determinati consessi internazionali. L'istituto di emissione opera tuttavia con cautela in questo ambito. Infatti, da un lato esso è soltanto il gestore delle riserve monetarie del Paese, le quali fanno parte del patrimonio nazionale e di conseguenza non gli «appartengono». Dall'altro, questa prudenza si fonda anche sul fatto che un'assistenza monetaria internazionale accordata con troppa facilità accresce il rischio di *moral hazard* a livello sia del beneficiario che dei suoi creditori. Il paese mutuatario può essere incentivato ad adottare politiche economiche incongrue, mentre i creditori sono facilmente indotti a erogare finanziamenti senza prestare la dovuta attenzione alla qualità del debitore. Ciò detto, la BNS è perfettamente consapevole che non è tenendosi da sola al di fuori di un'operazione di assistenza monetaria internazionale che può ridurre il *moral hazard* globale. Un tale comportamento rischierebbe soltanto di offuscare l'immagine della Svizzera nel mondo.

Una svolta importante si ebbe nel 1992 con l'adesione della Svizzera al Fondo monetario internazionale (FMI). Prima di quell'anno cardine gli aiuti monetari costituivano una sorta di compensazione del fatto che la Confederazione non era uno stato membro delle istituzioni di Bretton Woods. Dopo il 1992 essi sono serviti in particolare a giustificare la posizione occupata dalla Svizzera in seno a tali istituzioni.

L'assistenza monetaria fornita dalla Banca nazionale ha assunto le forme seguenti: promesse di sostituzione per crediti ponte; partecipazione agli Accordi generali di prestito; crediti a medio termine in favore di paesi dell'Europa centrale e orientale; crediti addizionali a breve termine a paesi di rilevanza sistemica; partecipazione ai Nuovi accordi di prestito; contribuzione a linee creditizie del FMI destinate ai paesi più poveri; crediti ponte a brevissimo termine in favore di paesi del gruppo di voto della Svizzera in seno all'FMI.

6.1.2 *Le promesse di sostituzione a fronte di crediti ponte*

All'inizio degli anni ottanta i paesi emergenti furono colpiti da una crisi debitoria. Il prezzo del petrolio, che già aveva fatto registrare un forte incremento dieci anni prima, subì una nuova ondata di aumenti. Ma il fattore determinante fu l'ascesa dei tassi di interesse americani conseguente alla restrizione monetaria messa in atto dalla Federal Reserve per contrastare la crescente inflazione. Ne risultò un forte aggravio per il servizio del debito di tali paesi, per lo più a breve termine e denominato in dollari statunitensi.

In tale contesto, l'assistenza monetaria della BNS – in base al decreto federale del 1963 sulla collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali – consisteva essenzialmente in promesse di sostituzione (ossia garanzie) a fronte dei crediti ponte erogati dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) di Basilea. Tali crediti permettevano ai paesi debitori di far fronte alle proprie obbligazioni esterne in attesa della conclusione di un accordo con l'FMI. Questo prevedeva la concessione di un prestito subordinatamente al fatto che i paesi beneficiari soddisfacessero determinate condizioni di politica economica. Una volta concluso l'accordo, il paese utilizzava una parte dei fondi ottenuti per rimborsare la BRI. Ciò rendeva *ipso facto* caduca la promessa di sostituzione prestata dalla Banca nazionale unitamente ad altre banche centrali. La BNS accordò promesse di questo tipo a vari paesi dell'America latina, all'Ungheria e alla Jugoslavia (tabella 6.1).

In linea di massima, la partecipazione della Svizzera a questa forma di assistenza monetaria internazionale non era oggetto di controversia, ma le deliberazioni cui essa dette origine in seno alla BNS lasciano talvolta trasparire un certo disagio, dovuto alla rapidità, giudicata in certi casi eccessiva, con cui tali iniziative erano messe in atto e al rischio che si creassero inopportuni precedenti. Riserve in questo senso furono in particolare espresse in occasione del credito in favore del Messico¹.

1 BNS, verbale della Direzione generale (1982), 26 agosto, n. 446.

Tabella 6.1
Promesse di sostituzione per crediti ponte (1982–1983)

| Paese beneficiario | Anno | Contributo della BNS (in milioni di dollari USA) | Ammontare totale (in milioni di dollari USA) |
|--------------------|------|---|---|
| Argentina | 1983 | 20 | 500 |
| Brasile | 1982 | 30 | 1200 |
| Jugoslavia | 1983 | 40 | 300 |
| Messico | 1982 | 25 | 1250 |
| Ungheria | 1982 | 50 | 300 |

Fonte: BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni).

6.1.3 *La partecipazione agli Accordi generali di prestito e il decreto federale sulla collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali*

La crisi debitoria degli anni ottanta mise in evidenza la fragilità del sistema finanziario internazionale, mostrando che i paesi emergenti rappresentavano anche un rischio potenziale e che i mezzi a disposizione dell’FMI potevano rivelarsi insufficienti. Per far fronte a tale sfida nel 1983 vennero modificati gli Accordi generali di prestito (AGP), che costituivano una linea creditizia accordata all’FMI da dieci paesi industriali² più la Svizzera. L’ammontare dei fondi a disposizione dell’FMI nel quadro degli AGP passò da 6,4 a 17 miliardi di Diritti speciali di prelievo (DSP). La cerchia dei beneficiari degli AGP fu estesa a tutti i membri dell’FMI, mentre in precedenza essa comprendeva soltanto gli stessi firmatari degli Accordi. L’attivazione degli AGP a favore di un paese esterno era subordinata a tre requisiti: l’esistenza di un pericolo per la stabilità del sistema finanziario internazionale, l’insufficienza dei mezzi ordinari dell’FMI e la fissazione di condizioni di politica economica quali presupposti per l’erogazione del credito.

La Svizzera approfittò della revisione per diventare membro a tutti gli effetti degli AGP, dopo essere stata semplicemente membro associato dal 1964 (cfr. 2.3.3). Le ragioni del cambiamento di statuto erano molteplici. Già prima della revisione del 1983 il Paese forniva un contributo finanziario importante, senza tuttavia poter partecipare ufficialmente alle decisioni di attivazione degli AGP. Una partecipazione completa avrebbe dunque comportato un equilibrio fra diritti e doveri. È vero che la revisione prevedeva di ampliare il novero

2 Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia.

dei membri associati, ma la Svizzera non intendeva condividere questo statuto con altri paesi³. Una simile partecipazione venne talvolta considerata come una possibile alternativa all'adesione all'FMI, di cui la Svizzera non faceva allora parte. Divenendo membro a tutti gli effetti degli AGP, la Svizzera entrò a far parte a pieno titolo del Gruppo dei Dieci (G10) abbandonando la posizione di osservatore. La Banca nazionale era molto favorevole a detta partecipazione, il cui solo inconveniente risiedeva, a suo giudizio, nel fatto che la Svizzera non avrebbe più potuto decidere caso per caso se aggregarsi o no a un'operazione di assistenza finanziaria.

La quota della Svizzera negli AGP passò da 865 milioni di franchi a 1020 milioni di DSP, equivalenti allora a 2,3 miliardi di franchi. Tale quota, pari al 6% del totale, era alquanto elevata per un piccolo paese come la Svizzera. Essa era attribuibile in particolare alla forza del franco svizzero (che aveva fatto crescere la quota – denominata in franchi – dal 3,2% nel 1964 a poco più del 6% nel 1983), nonché all'avanzo della bilancia delle partite correnti, all'entità delle sue riserve monetarie e al fatto che la Svizzera non contribuiva alle risorse ordinarie del Fondo. L'importanza relativa della quota testimoniava al tempo stesso la volontà di cooperazione internazionale del Paese.

Una delle peculiarità della partecipazione elvetica agli AGP è che la Banca nazionale ha la qualità di istituzione partecipante che ne finanzia il contributo. Nell'assolvere tale compito la BNS collabora con il Dipartimento federale delle finanze (DFF), informandolo di ogni proposta e di ogni richiesta di fondi da parte dell'FMI. Il DFF, dal canto suo, assicura le relazioni fra la Confederazione e la BNS. In caso di disaccordo fra queste due istanze è compito di una delegazione del Consiglio federale e della Direzione generale della BNS trovare un terreno di intesa. La garanzia della Confederazione per i prestiti accordati dalla BNS nel quadro degli AGP venne abrogata in occasione della revisione del 1983, ritenendo che gli accantonamenti dell'istituto di emissione gli permettessero di assumere un tale rischio. L'adesione della Svizzera agli AGP entrò in vigore nel 1984 e da allora in poi venne rinnovata ogni cinque anni dal Parlamento.

In seguito alla creazione di una base legale specifica per la partecipazione agli AGP, nel 1984 venne modificato e prorogato il decreto federale sulla collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali, che era servito fino ad allora da fondamento giuridico. Il massimale per la concessione di prestiti e garanzie fu abbassato da 2000 a 1000 milioni di franchi. Per converso, la garanzia della Confederazione a fronte degli impegni assunti

3 BNS, verbale della Direzione generale (1983), 13 gennaio, n. 20.

dalla BNS venne estesa agli interessi, mentre prima essa copriva soltanto il capitale. Tale garanzia rappresenta un segno della corresponsabilità politica della Confederazione nell'erogazione di un credito di assistenza monetaria. Essa appariva necessaria in quanto tale corresponsabilità non trovava espressione sotto altra forma. Per gli AGP, invece, essa è ormai manifesta nella specifica base legale.

Infine, allo scopo di evitare taluni problemi di interpretazione, nel messaggio di accompagnamento sono specificati i criteri da osservare nell'applicazione del decreto. Essi mirano a tracciare una chiara delimitazione rispetto alla promozione delle esportazioni e all'aiuto allo sviluppo. In effetti, se la partecipazione della BNS alle iniziative monetarie internazionali è giustificata dagli obiettivi di agevolare i flussi di pagamento internazionali, di contribuire a evitare crisi finanziarie internazionali e di assicurare la stabilità del sistema bancario svizzero, il legislatore non ha mai dato mandato alla Banca nazionale di favorire le esportazioni elvetiche o di finanziare l'aiuto allo sviluppo⁴.

Le richieste della Confederazione in relazione a un credito in favore della Jugoslavia nel 1983 furono un chiaro esempio di quel che occorreva evitare. La Confederazione auspicava che la BNS accordasse un credito di 100 milioni di dollari legato all'acquisto di prodotti di origine svizzera. Tale credito era ben più controverso che non le promesse di sostituzione citate più sopra. La BNS sostenne che il fatto di collegare dei crediti all'esportazione al decreto federale sulla collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali costituiva un utilizzo abusivo dello strumento dell'assistenza monetaria e, quindi, una violazione della legislazione vigente⁵. Il credito venne accordato solo per le forti insistenze del Governo e dopo aspre discussioni con quest'ultimo. La BNS riuscì comunque a ridimensionare le richieste formulate inizialmente. Nell'agosto 1983 essa concesse infine alla Jugoslavia un aiuto monetario a medio termine di 80 milioni di dollari. Metà dell'importo fu impiegata per rimborsare la quota della BNS in un prestito ponte accordato nello stesso anno, mentre l'altra metà costituì un credito finanziario non condizionato.

6.1.4 *Le nuove promesse di sostituzione*

Nella seconda parte degli anni ottanta la crisi debitoria non aveva ancora trovato una soluzione. Nuove promesse di sostituzione furono concesse dalla BNS, con la garanzia della Confederazione, a favore dei tre grandi paesi

4 Messaggio (1984), p. 1516.

5 BNS, verbale della Direzione generale (1983), 13 gennaio, n. 20.

Tabella 6.2
Promesse di sostituzione per crediti ponte (1986–1995)

| Paese beneficiario | Anno | Contributo della BNS (in milioni di dollari USA) | Importo totale (in milioni di dollari USA) |
|--------------------|------|--|--|
| Argentina | 1987 | 20 | 500 |
| | 1987 | 14,25 | 475 |
| | 1988 | 12,5 | 500 |
| | 1995 | 35 | 1000 |
| Brasile | 1988 | 12 | 500 |
| Messico | 1986 | 30 | 1100 |
| | 1989 | 20,2 | 1700 |

Fonte: BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni).

dell'America latina (tabella 6.2). A tale epoca la BNS constatò un certo allentamento nei criteri di accesso ai finanziamenti. Venne ad esempio accordato un credito ponte all'Argentina quando il prestito dell'FMI era ancora ben lontano dall'essere allestito. La richiesta di credito era accompagnata unicamente da una comunicazione del Fondo in cui questo affermava di sostenere gli sforzi dell'Argentina diretti a ottenere un finanziamento intermedio e di essere pronto a negoziare un nuovo prestito. Inoltre, il governo argentino non aveva rilasciato alcuna dichiarazione circa i suoi intendimenti in materia di politica economica. Peraltro, il rimborso del credito sarebbe in parte avvenuto utilizzando un prestito della Banca Mondiale. Si trattava per varie ragioni di un'operazione problematica, dato che questo prestito non era ancora stato approvato e che la Banca Mondiale eroga essenzialmente finanziamenti a lungo termine⁶.

Il credito venne concesso, sebbene già nel febbraio 1987 la BNS avesse fatto rilevare che in linea di principio dovevano essere soddisfatte tre condizioni affinché essa potesse partecipare a un'operazione del genere: la presenza di una certa minaccia per il sistema finanziario internazionale, la prospettiva che il paese beneficiario potesse concludere un accordo *stand-by* con l'FMI e la compartecipazione di un numero significativo di altre banche centrali⁷. Nel settembre 1988, nel quadro della BRI, la Banca nazionale si unì ad altre banche centrali nell'auspicare un vaglio più rigoroso dei criteri che dovevano

6 BNS, verbale della Direzione generale (1988), 1° settembre, n. 394.

7 BNS, verbale della Direzione generale (1987), 26 febbraio, n. 111.

Tabella 6.3
Promesse di sostituzione per crediti ponte a favore di paesi dell'Europa centrale e orientale (1988–1991)

| Paese beneficiario | Anno | Contributo della BNS (in milioni di dollari USA) | Importo totale (in milioni di dollari USA) |
|--------------------|------|--|--|
| Jugoslavia | 1988 | 10 | 250 |
| Polonia | 1989 | 7,5 | 500 |
| Romania | 1991 | 10 | 300 |
| Ungheria | 1990 | 5 | 280 |

Fonte: BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni).

essere soddisfatti per l'erogazione di un credito ponte. La BRI stabilì una serie di principi, ma gli Stati Uniti si opposero a che la loro applicazione fosse resa vincolante. In seguito, la BNS si rifiutò ad esempio di partecipare a un credito ponte in favore del Venezuela (1989), giudicando che tale paese non avesse un bisogno immediato di liquidità⁸.

6.1.5 *I prestiti a medio termine in favore dei paesi dell'Europa centrale e orientale*

Gli sconvolgimenti di cui furono protagonisti i paesi dell'Europa centrale e orientale fra la fine degli anni ottanta e i primi anni novanta provocarono indirettamente un deterioramento temporaneo delle loro bilance dei pagamenti. La comunità internazionale rispose a queste sfide in modi diversi.

La Banca nazionale partecipò a promesse di sostituzione a fronte di crediti ponte (tabella 6.3). In prima analisi questo tipo di assistenza non rientrava nel quadro del decreto federale sulla collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali. Pertanto, in relazione alla concessione della promessa di sostituzione per il credito alla Polonia nel 1989, la BNS giudicò che le difficoltà di bilancia dei pagamenti di tale Paese non costituissero una minaccia per il sistema monetario internazionale e che la partecipazione a un siffatto credito ponte avrebbe senz'altro costituito un precedente per eventuali crediti in favore di altri paesi est-europei. Ciò nonostante, decise di partecipare all'operazione poiché questa era organizzata sotto l'egida del Fondo, a essa aderivano tutti gli altri paesi del G10 e una garanzia analoga era stata accordata alla Jugoslavia nel 1988.

8 BNS, verbale della Direzione generale (1989), 21 dicembre, n. 544.

Tabella 6.4

Prestiti a medio termine a favore di paesi dell'Europa centrale e orientale (1991–2000)

| Paese beneficiario | Anno | Contributo della BNS (in milioni di dollari USA) | Importo totale (in milioni di dollari USA) |
|--------------------|------|--|--|
| Bulgaria | 1993 | 32 | 800 |
| | 2000 | 12 | 350 |
| Cecoslovacchia | 1991 | 40 | 1000 |
| Romania | 1992 | 40 | 1000 |
| | 1993 | 7,2 | 180 |
| Ungheria | 1991 | 30 | 700 |

Fonte: BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni).

La Banca nazionale concesse inoltre dei prestiti bilaterali a medio termine (in genere con scadenza a 7 anni) nel contesto di iniziative internazionali coordinate dai paesi membri dell'OCSE (G24; tabella 6.4). Lo scopo di tali prestiti era di sostenere i programmi di aggiustamento dell'FMI. Se la concessione di promesse di sostituzione per crediti ponte aveva talora suscitato qualche perplessità, ciò valeva a maggior ragione nel caso dei prestiti a medio termine. In un primo tempo la BNS espresse dubbi circa la possibilità di includere questi finanziamenti fra quelli previsti nell'ambito del decreto federale sulla collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali. In definitiva, essa accettò le argomentazioni della Confederazione, prendendo atto che il primo prerequisito per l'applicazione del decreto – ossia l'esistenza di gravi turbative del sistema monetario o finanziario internazionale – non poteva essere considerato indipendentemente dal terzo. Ora, quest'ultimo, in base al quale il sostegno poteva essere accordato ai paesi che non beneficiavano già di aiuto allo sviluppo, era palesemente soddisfatto. Inoltre, i prestiti non erano legati all'acquisto di beni o servizi d'origine svizzera e la loro remunerazione corrispondeva alle condizioni di mercato. D'altro canto, essi erano erogati nel quadro di iniziative internazionali, e ogni volta venivano invocati precedenti analoghi.

6.1.6 I crediti addizionali a breve termine

A partire dalla metà degli anni novanta, le crisi finanziarie di paesi emergenti assunsero una nuova dimensione. I problemi incontrati da tali paesi non originavano soltanto dai pagamenti correnti, bensì anche dai movimenti di capitali. Un paese in difficoltà veniva generalmente a trovarsi nell'impossibilità

di rifinanziare a condizioni non proibitive il suo debito verso l'estero, essenzialmente a breve termine. Per le operazioni di assistenza monetaria erano quindi divenute necessarie somme ben più importanti che in passato. Ed era inoltre mutata in modo sostanziale la natura dell'assistenza stessa. Non si trattava più di crediti ponte associati a un'altra fonte di finanziamento, ma piuttosto di crediti addizionali rispetto a quelli concessi dall'FMI, dalla Banca Mondiale e dalle banche regionali di sviluppo.

Il Messico fu il primo Paese, nel febbraio 1995, a beneficiare di tale forma di aiuto monetario. La Banca nazionale accordò una promessa di sostituzione di 120 milioni di dollari a fronte di un credito addizionale della BRI per 10 miliardi di dollari. Questa operazione, allestita su iniziativa e in seguito alle pressioni degli Stati Uniti, rientrava nel quadro di un pacchetto finanziario di circa 50 miliardi di dollari messo a disposizione dagli Stati Uniti stessi, dal Canada e dall'FMI. In merito al rimborso, la questione delle garanzie si pose in modo assai più acuto che nel caso dei crediti ponte: da un lato, era previsto che il credito della BRI fosse attivato dopo, e rimborsato prima, di quello accordato dagli Stati Uniti e dal Canada; dall'altro, i prelievi effettuati dal Messico sul credito della BRI non avrebbero potuto essere utilizzati e sarebbero rimasti bloccati nei libri della BRI, sicché l'operazione finiva per essere una sorta di *window-dressing*. A posteriori la BNS espresse riserve sull'opportunità di una simile assistenza, per più ragioni: l'intermediazione finanziaria internazionale non era in pericolo, a differenza del 1982 non sussistevano rischi sistemici, e inoltre i creditori erano essenzialmente investitori istituzionali. Sarebbe stato dunque preferibile adottare un approccio in linea con le regole del mercato, il quale avrebbe comportato una perdita per gli investitori, una diminuzione delle riserve monetarie del Messico, il deprezzamento del peso e l'adozione da parte del governo messicano di misure credibili di politica economica⁹.

Nel gennaio 1998 la BNS accordò una linea di credito di 312,5 milioni di dollari alla Corea del Sud nel quadro di un'operazione internazionale di grande portata per un totale di 57,5 miliardi di dollari, dei quali 23 miliardi a carico di vari paesi, fra cui il G10. La linea creditizia venne concessa su una base bilaterale e coordinata sotto l'egida della BRI. La BNS auspicava che i creditori fossero trattati in modo paritetico in occasione dei prelievi e delle eventuali proroghe, al momento del rimborso e dal punto di vista delle garanzie, ma ottenne soddisfazione soltanto sugli ultimi due punti¹⁰. Malgrado

9 BNS, verbale della Direzione generale (1995), 23 marzo, n. 148.

10 BNS, verbale della Direzione generale (1998), 16 aprile, n. 184.

i rischi, la Svizzera decise di partecipare a questo finanziamento addizionale in considerazione dei problemi economici cui era allora confrontata la Corea del Sud (entità del debito esterno a breve termine, forte deprezzamento della valuta) e dei rischi sistemici che ne potevano derivare. Per giunta, l’FMI era già fortemente esposto verso questo Paese e un ricorso agli AGP avrebbe pressoché esaurito le risorse disponibili a questo fine.

Nel novembre dello stesso anno la Banca nazionale partecipò a un’operazione di sostegno finanziario in favore del Brasile, accordando una promessa di sostituzione di 250 milioni di dollari a fronte di un credito addizionale della BRI ammontante a 14,5 miliardi di dollari. Quest’ultimo faceva parte di un pacchetto di circa 42 miliardi di dollari apprestato dall’FMI e da altre istituzioni finanziarie internazionali. Anche in questo caso la BNS si interrogò sulla pertinenza dell’operazione: il pacchetto si accompagnava infatti a un programma di stabilizzazione che non prevedeva una svalutazione della moneta brasiliana e permetteva di ridurre le perdite subite dagli investitori esteri. Agli occhi della BNS era chiaro che gli Stati Uniti ne avrebbero tratto ampiamente vantaggio. Ma anche le banche e l’economia svizzera avevano una forte esposizione verso il Brasile ed erano quindi parimenti interessate a un sostegno di questo paese¹¹.

In seguito agli impegni finanziari assunti dalla BNS, che beneficiavano nella loro totalità di una garanzia della Confederazione, venne quasi raggiunto il tetto fissato dal decreto federale sulla collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali. Nel 1999 il massimale passò da 1000 a 2000 milioni di franchi. In tale occasione venne riesaminata la questione delle garanzie, giungendo alla conclusione che il suo mantenimento era opportuno per tre ragioni. In primo luogo, la Svizzera avrebbe continuato a partecipare a operazioni di assistenza internazionale anche laddove non vi era un palese pericolo per le relazioni monetarie internazionali. Inoltre, nel processo decisionale che porta alla concessione di un credito di assistenza monetaria la Confederazione è in grado di esercitare un peso maggiore rispetto alla Banca nazionale. Infine, dato che le riserve monetarie incorporano gli utili dell’istituto di emissione e che questi ultimi non spettano integralmente alla Confederazione, l’impiego delle riserve a fini di assistenza monetaria senza la garanzia della Confederazione costituisce una fonte di *moral hazard*. La garanzia funge dunque da contrappeso in tale situazione di disequilibrio¹².

11 BNS, verbale della Direzione generale (1998), 5 novembre, n. 464.

12 BNS, verbale della Direzione generale (1999), 14 gennaio, n. 18.

6.1.7 *La partecipazione ai Nuovi accordi di prestito*

Dinnanzi alla portata della crisi messicana del 1995, l'FMI dovette prendere atto della limitatezza dei propri mezzi. Il direttore generale dell'FMI concluse che il Fondo doveva poter contare su risorse finanziarie supplementari per fronteggiare situazioni analoghe, che non avrebbero certo mancato di verificarsi. Gli Stati Uniti condividevano appieno questa posizione, ma non volevano che il potenziamento delle risorse avvenisse mediante un aumento delle quote-parti. L'attenzione si spostò allora sull'estensione degli AGP a nuovi partecipanti oppure sulla creazione di un accordo parallelo. I membri del G10, fra cui la Svizzera, desideravano in maggioranza salvaguardare l'indipendenza della propria capacità di decisione. Essi non volevano rischiare di mettere a repentaglio il ruolo e il funzionamento del Gruppo ed erano pertanto in favore di un accordo parallelo. I nuovi partecipanti, dal canto loro, avrebbero preferito aderire agli AGP. In definitiva venne adottata l'opzione consistente nel mantenere immutati gli AGP e nell'incanalare le risorse – comprese quelle degli stessi AGP – verso un accordo parallelo. Fu così che nacquero i Nuovi accordi di prestito (NAP).

In sostanza i NAP funzionano in modo analogo agli AGP. Essi costituiscono una linea di credito cui il Fondo può attingere in caso di necessità. L'ammontare totale della linea è di 34 miliardi di DSP¹³. Nel quadro dei nuovi accordi ciascun partecipante ha gli stessi diritti e gli stessi doveri, in proporzione alla sua quota sull'insieme delle promesse di credito¹⁴.

La Banca nazionale ha lo statuto di istituzione partecipante ai NAP, così come agli AGP. La quota assegnatale ammonta a 1577 milioni di DSP, pari al 4,6% del totale. Analogamente a quanto avviene per gli AGP, la Confederazione non garantisce i crediti accordati dalla BNS. I NAP vennero attivati per la prima volta nel 1998 con la concessione di un credito dell'FMI al Brasile. In questo caso la tranche della BNS (455 milioni di DSP) fu superiore alla sua quota teorica (circa il 5%), poiché vari paesi non poterono partecipare all'operazione. Questa prima attivazione dei NAP intervenne quando ancora non era concluso il processo di consultazione interno fra l'Amministrazione federale delle finanze e la Banca nazionale. Tuttavia essa non originò alcun problema in quanto fu applicata per analogia la procedura vigente per gli AGP. Il rinnovo della partecipazione della Svizzera ai

13 La quota degli AGP è già compresa in questo importo e quindi non si somma a esso.

14 All'origine i paesi partecipanti ai NAP erano, oltre ai membri del G10: Arabia Saudita, Australia, Austria, Autorità monetaria di Hong Kong, Corea del Sud, Danimarca, Finlandia, Kuwait, Lussemburgo, Malaysia, Norvegia, Singapore, Spagna e Thailandia. A essi si è aggiunto il Cile nel 2003.

NAP compete al Consiglio federale. Essa è stata prorogata una prima volta nel 2003.

6.1.8 *La contribuzione della Banca nazionale ai crediti dell’FMI in favore dei paesi più poveri*

Dalla metà degli anni ottanta l’FMI è impegnato in misura crescente nei confronti dei paesi a basso reddito, ai quali accorda prestiti a lungo termine a condizioni più favorevoli di quelle praticate dal mercato. A questo fine esso ha creato linee creditizie specifiche (cfr. 6.2.7) gestite su una base fiduciaria. Il capitale e i sussidi in conto interessi non sono finanziati con le risorse ordinarie del Fondo, bensì mediante risorse straordinarie o grazie alle contribuzioni bilaterali di taluni paesi membri.

La Banca nazionale ha contribuito alla *Enhanced Structural Adjustment Facility* (1995: 151,7 milioni di DSP), ribattezzata nel 1999 *Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF)*, e alla *Interim PRGF* (2001: 250 milioni di DSP). La partecipazione della BNS era stata espressamente auspicata dalla Confederazione. Tenuto conto della situazione tesa delle finanze federali e della volontà di consolidare lo statuto della Svizzera in seno all’FMI, la Banca nazionale giudicò opportuno rispondere positivamente a tale richiesta. Nondimeno, in considerazione della natura dei beneficiari, nonché della durata e della remunerazione dei prestiti, essa subordinò la propria partecipazione a determinate condizioni. Non potendo, né volendo finanziare l’aiuto allo sviluppo, la BNS desiderava in particolare che la Confederazione garantisse il rimborso dei capitali messi a disposizione del Fondo e che la sua contribuzione fosse remunerata al tasso di mercato. La BNS ottenne soddisfazione su entrambi i punti.

6.1.9 *Il nuovo quadro giuridico e l’assistenza ai membri del gruppo di voto della Svizzera in seno all’FMI*

Nel 2004 entrò in vigore un nuovo quadro legale per la concessione degli aiuti monetari. Nonostante i ripetuti emendamenti subiti nel corso degli anni, l’ordinamento precedente si presentava inadeguato sotto vari aspetti. In primo luogo, l’erogazione dei prestiti ai paesi dell’Europa centrale e orientale all’inizio degli anni novanta aveva comportato un’interpretazione estensiva del decreto federale sulla collaborazione della Svizzera ai provvedimenti monetari internazionali. In secondo luogo, la partecipazione della Svizzera alle linee creditizie del Fondo a favore dei paesi più poveri, in mancanza di una base legale generale, veniva decisa volta per volta in forza di decreti federali *ad hoc*. In terzo luogo, l’assistenza della Svizzera ai paesi del proprio gruppo di

voto in seno all’FMI incontrava notevoli e crescenti difficoltà. La Banca nazionale dovette ad esempio finanziare il pagamento delle quote partecipative di vari paesi del gruppo al capitale del Fondo mediante un credito infragiorneraliero, basandosi nella fattispecie su una disposizione di legge inadeguata¹⁵. Inoltre, il pagamento al Fondo degli arretrati della Jugoslavia fu eseguito grazie a un credito ponte della BNS, garantito dalla Confederazione sulla base del decreto federale sulla collaborazione della Svizzera ai provvedimenti monetari internazionali e con la sola partecipazione della Norvegia per soddisfare il requisito di multilateralità. Infine, nel 2000 la BNS si vide costretta a negare un credito ponte al Tagikistan collegato all’ottenimento di un prestito dell’UE, poiché non era soddisfatta nessuna delle condizioni previste da tale decreto (le relazioni internazionali non erano minacciate, il Tagikistan è un Paese in via di sviluppo; il credito in questione non costituiva un’operazione multilaterale). Nel 2001 la BNS rispose in modo analogo a una richiesta di credito ponte presentata dalla Jugoslavia. Questo nuovo rifiuto, seppure perfettamente giustificato sul piano giuridico, era contrario agli interessi di un paese membro del gruppo di voto della Svizzera in seno all’FMI e dunque agli interessi della Svizzera nella sua veste di attore sulla scena monetaria internazionale.

Nell’intento di fornire una risposta adeguata a queste varie problematiche, nel 2004 il Parlamento approvò una legge sull’aiuto monetario (LAMO) che sostituiva il decreto federale sulla collaborazione della Svizzera ai provvedimenti monetari internazionali. Tale norma disciplina la partecipazione della Svizzera alle iniziative di assistenza finanziaria volte a prevenire o correggere gravi perturbazioni del sistema monetario internazionale (aiuti sistemici). Essa regola altresì la concessione di crediti ai paesi con i quali la Svizzera ha stretti legami di collaborazione (in particolare i membri del gruppo di voto in seno all’FMI) e la partecipazione ai fondi speciali istituiti dall’FMI, soprattutto per finanziare i prestiti a tasso agevolato in favore dei paesi a basso reddito. La nuova legge prevede che la BNS finanzi i crediti inclusi fra gli aiuti sistemici e che questi stessi crediti beneficino della garanzia di rimborso della Confederazione. I crediti a breve o medio termine in favore dei paesi con cui la Svizzera ha stretti legami di collaborazione sono invece finanziati dalla Confederazione. Infine, la BNS può decidere la partecipazione a fondi speciali dell’FMI su richiesta del Consiglio federale, nel qual caso la Confederazione sussidia gli interessi e garantisce il rimborso del capitale¹⁶. Mentre sui primi

15 Cfr. Klauser (1987), p. 145.

16 Messaggio (2003), p. 4322.

due punti – aiuti sistemici e crediti ai paesi – si poté raggiungere immediatamente un accordo fra il DFF e la Banca nazionale, le cose andarono diversamente per quanto concerne la partecipazione ai fondi speciali dell’FMI. Inizialmente la BNS desiderava cogliere l’occasione dell’aggiornamento sistematico del dispositivo giuridico in materia di assistenza monetaria per sottrarsi al finanziamento di tali fondi, sostenendo che le questioni inerenti allo sviluppo non rientravano affatto nella sua sfera di competenza. Dal canto suo, il DFF fece rilevare che la contribuzione effettiva della BNS si limitava all’immobilizzo di capitale, visto che il credito era remunerato ai tassi di mercato e il suo rimborso veniva garantito dalla Confederazione. Il DFF invocò inoltre i precedenti dei contributi della BNS alla PRGF e alla *Interim PRGF*¹⁷.

La Banca nazionale avrebbe preferito cessare il finanziamento dei fondi speciali poiché la nuova legge sulla Banca nazionale, entrata in vigore nel 2004, le assegna più estese responsabilità in un ambito che è invece di sua diretta competenza. In forza di tale legge, la BNS può accordare crediti garantiti (ad esempio sotto forma di *swaps*) e crediti ponte nella misura in cui questi presentano un basso livello di rischio¹⁸. Per i crediti ponte devono essere realizzate due condizioni: un’istituzione di indubbia solvibilità deve confermare, alla conclusione del contratto, che assicurerà la prosecuzione del finanziamento alla scadenza del credito; la durata di quest’ultimo non può superare i sei mesi. I crediti in questione non beneficiano della garanzia della Confederazione. Sebbene essi possano essere accordati anche senza un impegno politico da parte del governo, la collaborazione fra la BNS e la Confederazione è indispensabile, dato che la concessione di un credito ponte deve essere conforme alla politica esterna della Confederazione.

Pertanto, con la LAMO è venuto ad aggiungersi un ultimo elemento all’edificio giuridico sul quale si basa l’assistenza monetaria della Svizzera e della Banca nazionale. La LAMO integra opportunamente la legge sulla Banca nazionale, i decreti federali sull’adesione agli Accordi generali di prestito e ai Nuovi accordi di prestito, nonché la legge federale concernente la partecipazione alle istituzioni di Bretton Woods.

17 BNS, verbale della Direzione generale (2003), 16 gennaio, n. 25.

18 Messaggio (2002), pp. 5751 segg.

6.2 La Svizzera e l’FMI

ROBERTO CIPPÀ

6.2.1 Introduzione

Il 29 maggio 1992 il consigliere federale Otto Stich sottoscriveva gli statuti¹⁹ del Fondo monetario internazionale (FMI) in nome della Svizzera, che diveniva così il 164° paese membro dell’istituzione. Per quasi mezzo secolo la Svizzera era rimasta ufficialmente fuori dalle istituzioni di Bretton Woods, sebbene ne condividesse i principali obiettivi e fosse ben consapevole che gli interessi di un piccolo paese sono tutelati nel modo migliore all’interno di un sistema internazionale di cooperazione multilaterale. Ciò che aveva impedito alla Svizzera di aderire all’FMI non era un dissenso sostanziale sul mandato o sull’attività del Fondo, ma piuttosto il desiderio di salvaguardare talune specificità del suo assetto economico e finanziario²⁰ (cfr. 2.3.3). Fu soltanto nel 1982 che il Consiglio federale giunse alla conclusione che i vantaggi di una partecipazione a pieno titolo avrebbero superato gli svantaggi, e che quindi sarebbe stato nell’interesse della Svizzera divenire membro dell’FMI e della Banca Mondiale (BM). Dovette però trascorrere qualche tempo ancora prima che fosse intrapresa un’azione concreta. La ragione principale di tale indugio risiedeva nel fatto che a quel momento veniva data priorità all’ingresso nell’Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU). Questa scelta politica, seguita dalla votazione popolare del marzo 1986 con cui fu respinta a larga maggioranza l’adesione all’ONU, di fatto fece slittare il dibattito sulla partecipazione alle istituzioni di Bretton Woods sino alla fine degli anni ottanta. Il 5 giugno 1990 venne infine presentata a Washington la domanda ufficiale di adesione all’FMI e alla BM.

Nondimeno, nel decennio precedente la cooperazione fra la Svizzera e le istituzioni di Bretton Woods, e in particolare l’FMI, era stata intensa. Due eventi – l’adesione come membro a pieno titolo agli Accordi generali di prestito (AGP) nel 1984 (cfr. 6.1.3) e la partecipazione alla *Enhanced Structural Adjustment Facility* dell’FMI nel 1988 – innescarono un vivace confronto politico all’interno della Svizzera su ruolo e funzioni delle istituzioni di Bretton Woods e posero le basi per il dibattito concreto che ne seguì nel 1991.

In occasione dell’adesione agli AGP il ruolo e l’attività dell’FMI furono per la prima volta discussi nel Parlamento elvetico. Nonostante l’accanita

19 Articles of Agreement (1993).

20 Per una completa descrizione dei vantaggi e svantaggi attribuiti all’ingresso nelle istituzioni di Bretton Woods durante il periodo 1946-1982, cfr. Kaeser (2004).

opposizione dei due estremi dell'arco politico, la Svizzera poté infine diventare l'undicesimo stato membro degli Accordi. Per molti versi questa esperienza lasciava prefigurare le difficoltà che le autorità avrebbero potuto incontrare in un dibattito sull'ingresso nelle istituzioni di Bretton Woods, anche se in verità l'adesione agli AGP era stata un'operazione relativamente facile, in quanto materia di pertinenza esclusiva del Parlamento, senza possibilità di referendum. Era ormai chiaro che l'adesione alle istituzioni di Bretton Woods sarebbe stata impresa davvero ardua. Per questa ragione, e temendo che un rifiuto potesse compromettere quelle che venivano considerate relazioni buone – anche se non interamente soddisfacenti – con l'FMI, la Banca nazionale giunse alla conclusione, condivisa da altri, che la partecipazione agli AGP come membro di pieno diritto poteva costituire una valida alternativa all'ingresso nell'FMI. Un altro motivo dell'atteggiamento della BNS risiedeva nel suo status di unica istituzione partecipante in seno agli AGP, mentre in caso di adesione all'FMI il ruolo dell'istituto di emissione nel rappresentare la Svizzera si sarebbe considerevolmente ridotto, a vantaggio del governo federale. Il contributo di 200 milioni di diritti speciali di prelievo (DSP) accordato dalla Svizzera nel 1988 in favore della *Enhanced Structural Adjustment Facility* costituisce la seconda importante iniziativa di cooperazione con l'FMI durante il decennio precedente l'ingresso nelle istituzioni di Bretton Woods. Esso fu determinante nel vincere lo scetticismo delle organizzazioni non governative (ONG) a riguardo del Fondo e nel guadagnarne così il sostegno alla causa dell'adesione.

6.2.2 Il processo di adesione

Nel 1989, a soli tre anni di distanza dalla votazione contraria all'ingresso nell'ONU, venne riconsiderata seriamente la possibilità di aderire alle istituzioni di Bretton Woods. La complessità della questione, nonché la consapevolezza che la battaglia sarebbe stata aspra sia sul fronte interno che su quello esterno, fecero ritenere opportuno un inizio improntato a cautela. Il tutto prese avvio nella prima parte del 1990, quando la Svizzera intraprese un'azione diplomatica presso i partner del G10 e altri paesi per verificare se le condizioni che essa intendeva porre per aderire all'FMI e alla BM avevano concrete possibilità di essere accolte. La principale condizione era ovviamente una quota sufficientemente elevata da consentire alla Svizzera di capeggiare un gruppo di voto e di fare eleggere direttori esecutivi svizzeri in ambedue le istituzioni. La BNS condivideva il parere quasi unanime che, in difetto di una presenza diretta negli organi decisionali delle istituzioni di Bretton Woods, i vantaggi dell'adesione non avrebbero giustificato gli sforzi e sarebbe stato dunque

preferibile lo *status quo*. Anche se l'iniziativa diplomatica non riuscì a ottenere le assicurazioni desiderate in merito alla rappresentanza, essa mostrò chiaramente che la Svizzera godeva sempre di una notevole autorevolezza in seno alla comunità internazionale e che vi erano dunque buone probabilità di successo. Ciò convinse il Consiglio federale a rompere gli indugi e a presentare, il 5 giugno 1990, una domanda ufficiale di adesione all'FMI e alla BM.

Affinché l'adesione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods potesse avvenire in maniera politicamente accettabile era necessario realizzare tre presupposti: primo, ottenere una quota elevata; secondo, raccogliere il necessario sostegno interno, dapprima in Parlamento, e quindi presso la popolazione in caso di referendum; terzo, poiché la Svizzera non poteva realisticamente sperare di occupare da sola un seggio negli organi direttivi, individuare i paesi disposti a far parte di un gruppo di cui avrebbe assunto la rappresentanza.

6.2.3 *Negoziazione di una quota iniziale elevata*

Nel giugno 1990 una delegazione dell'FMI compì una missione esplorativa in Svizzera per raccogliere le informazioni necessarie al fine di determinare la quota-parte iniziale. Il caso della Svizzera era fin dall'inizio insolito e ad esso non era applicabile la procedura standard per il calcolo della quota. La singolarità della situazione finanziaria, monetaria e creditoria del Paese, nonché la generosità mostrata in passato nel contribuire a varie iniziative multilaterali, erano tutti elementi a favore di una quota relativamente elevata. Ciò nonostante, le negoziazioni con il comitato per le ammissioni del Consiglio di amministrazione, incaricato nell'agosto 1990 di trattare il caso svizzero, si rivelarono inaspettatamente difficili. Fatto senza precedenti, furono necessarie ben cinque tumultuose riunioni, e tutta l'abilità del direttore francese Jean-Pierre Landau (designato dalle autorità elvetiche per difendere gli interessi della Svizzera dinanzi al comitato), per giungere infine a un accordo. La resistenza maggiore proveniva da quei paesi che temevano una significativa riallocazione dei seggi nel Consiglio qualora la richiesta della Svizzera fosse stata accolta. Tali timori poterono essere dissipati soltanto dopo che la Svizzera ebbe pubblicamente assicurato che non avrebbe mai cercato di occupare un seggio a detrimento dei membri più deboli, e men che meno estromettendo un gruppo di paesi in via di sviluppo. Il 20 marzo 1991 il Consiglio esecutivo dell'FMI fissò la quota della Svizzera in 1,7 miliardi di DSP, equivalenti all'1,73% dei diritti di voto totali. La Svizzera giudicò che tale quota, benché inferiore a quella sperata (la posizione di partenza della Svizzera nelle negoziazioni era stata di 2,1 miliardi di DSP), permettesse comunque di ben

sperare in un'adeguata rappresentanza. Su questa base, e di comune accordo con la BNS, il governo federale decise di procedere ulteriormente.

6.2.4 *La campagna per il sostegno interno*

Non appena concluso lo scontro sulla quota, fu avviata un'intensa campagna di informazione per guadagnare il sostegno all'interno della Svizzera. Venne predisposta la documentazione destinata ai due rami del Parlamento²¹. In modo alquanto sorprendente, il Consiglio degli Stati approvò all'unanimità il progetto, ivi compreso l'articolo 6 della legge sulla partecipazione alle istituzioni di Bretton Woods²², fortemente caldeggiato dalle ONG, in base al quale ogni decisione presa dalla Svizzera nell'ambito dell'FMI o della BM si sarebbe ispirata ai principi e agli obiettivi della sua politica di sviluppo. La discussione al Consiglio nazionale si rivelò assai più difficile. Come prevedibile, i gruppi di tendenza nazionalistica dettero battaglia per il mantenimento dello *status quo*, sostenendo che l'adesione alle istituzioni di Bretton Woods comportava costi eccessivi rispetto a vantaggi tutt'altro che certi. Inoltre, alcune frazioni della sinistra criticavano duramente il Fondo per la sua politica nei riguardi di paesi a basso reddito e invocavano invece un maggiore impegno della Svizzera su base bilaterale. Comunque, l'esito positivo del dibattito non fu mai veramente in pericolo. Tre quarti dei deputati del Consiglio nazionale votarono a favore della base legislativa proposta per l'adesione alle istituzioni di Bretton Woods²³.

Il sostegno sorprendentemente forte del Parlamento non poteva tuttavia impedire che fosse promosso un referendum. La battaglia era dunque tutt'altro che conclusa. Occorreva avviare una nuova e più vasta azione informativa per convincere l'opinione pubblica. Il compito si preannunciava difficile, e la recente dura sconfitta nella votazione sull'ONU non era certo di buon auspicio. Il referendum complicava le cose per altri due motivi. Primo, la ricerca di

21 Messaggio (1991).

22 Legge federale concernente la partecipazione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods del 4 ottobre 1991, RU 1992 2567 segg.

23 Oltre alla Legge federale del 1991, il 4 ottobre 1991 vennero adottati altri due decreti. Il Decreto federale concernente la partecipazione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods (FF 1991 III 1288) approvava la partecipazione e dava luce verde al Consiglio federale per continuare l'iter procedurale, mentre il Decreto federale concernente lo stanziamento di un credito-quadro destinato a finanziare i contributi versati dalla Svizzera alla Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, all'Associazione internazionale per lo sviluppo e alla Società finanziaria internazionale (FF 1991 IV 195) attivava una linea creditizia di 4986 milioni di franchi svizzeri per finanziare la partecipazione al gruppo della Banca Mondiale. Non fu necessario un decreto addizionale per il finanziamento della partecipazione all'FMI, essendo questo di pertinenza della BNS.

un gruppo di paesi che la Svizzera avrebbe dovuto guidare – un compito difficile in sé, specie per un paese neofita – era messa seriamente in pericolo dalla protratta incertezza sull'esito finale dell'intero processo. Infatti, i paesi contattati erano comprensibilmente restii a impegnarsi per formare un gruppo che avrebbe dovuto essere rappresentato da uno stato di cui non era ancora assodata l'adesione. Secondo, il referendum rendeva sempre più stringenti i vincoli di tempo. In particolare, era indispensabile che la votazione popolare avesse luogo nei primi mesi del 1992 per non mancare, in caso di successo, l'elezione del Consiglio esecutivo del 1992. Questo traguardo era tanto più importante in quanto con ogni probabilità molti paesi dell'ex Unione Sovietica sarebbero nel frattempo entrati a far parte del Fondo. Si trattava di un'ottima occasione per assicurarsi l'appoggio di almeno una parte di essi. Invero, vi era la sensazione sempre più netta che questa sarebbe stata l'ultima reale opportunità per la Svizzera di formare un gruppo.

Il 17 maggio 1992, contrariamente ad ogni aspettativa, il 56% degli elettori e un'ampia maggioranza di Cantoni si espressero in favore dell'adesione. Meno di due settimane dopo la Svizzera diventava stato membro dell'FMI e della BM.

6.2.5 Formazione di un nuovo gruppo di voto e seggio addizionale

Una volta assicurate l'adesione e una quota relativamente elevata, le prospettive della Svizzera di formare un gruppo di voto apparivano ora molto più favorevoli. Nondimeno, anche gli ultimi passi si sarebbero rivelati un'impresa alquanto impegnativa. L'omogeneità fra i membri era generalmente considerata il fattore principale alla base dell'efficacia di un gruppo. Per tale ragione, un gruppo comprendente un certo numero di piccole economie dell'Europa centrale veniva da più parti indicato come l'opzione ideale per la Svizzera. I negoziatori elvetici dovettero però ben presto constatare che i gruppi erano entità piuttosto stabili e che all'FMI non era usanza procacciarsi a discrezione paesi da consociare. L'auspicata omogeneità poteva essere raggiunta soltanto aderendo a un gruppo già esistente, ma ciò sarebbe stato inconciliabile con il desiderio fondamentale della Svizzera di capeggiare un gruppo e di avere un proprio rappresentante permanente negli organi decisionali delle istituzioni di Bretton Woods. Dopo lunghe trattative, poté infine essere costituito un gruppo che soddisfaceva questa condizione, comprendente la Polonia e quattro nuovi stati già appartenenti all'ex Unione Sovietica: Azerbaigian, Uzbekistan, Repubblica Kirghisa e Turkmenistan.

L'altro ostacolo che si poneva alla Svizzera riguardava la dimensione del Consiglio di amministrazione, che si componeva allora di 22 seggi. Di fatto,

dato l'assetto delle alleanze esistenti, senza un allargamento del Consiglio essa avrebbe potuto ottenere un seggio soltanto a spese di un gruppo di paesi in via di sviluppo. Tale opzione sarebbe stata però in palese contrasto con quanto dichiarato durante le negoziazioni sulla quota, oltreché politicamente inaccettabile per gli altri membri del Fondo. L'alternativa, ossia ritirarsi dal gioco e attendere le successive elezioni del 1994, non era accettabile per la Svizzera. L'unica soluzione praticabile era quella di istituire un seggio addizionale nei Consigli di amministrazione dell'FMI e della BM da destinare alla Confederazione, in aggiunta al 23° seggio già creato per la Russia, portando così a 24 il numero complessivo dei seggi. Non si sa esattamente come venne infine vinta l'aspra opposizione degli Stati Uniti a un ampliamento del Consiglio, ma la determinazione delle autorità elvetiche e il deciso sostegno della Polonia sono spesso citati quali fattori decisivi.

Dopo il 1992 il gruppo di voto rappresentato dalla Svizzera è stato ampliato due volte, dapprima nel 1993 per accogliere il Tagikistan che aveva mancato l'appuntamento del 1992 a causa delle turbolenze politiche interne, e quindi ancora nel 2000, con l'ingresso della Repubblica federale di Jugoslavia²⁴. A fine 2006 il gruppo deteneva il 2,80% del totale dei diritti di voto all'FMI, collocandosi al 18° posto fra i 24 seggi del Consiglio di amministrazione.

6.2.6 *La Svizzera, paese membro dell'FMI*

Con l'entrata in vigore della nona revisione generale delle quote, nel novembre 1992, la quota iniziale della Svizzera di 1,7 miliardi di DSP fu innalzata a 2,47 miliardi di DSP. Dopo di allora, nel quadro della undicesima revisione, le risorse del Fondo sono ancora aumentate del 45% nel 1999. Frattanto si è andato costantemente ampliando il numero dei paesi partecipanti. A fine 2006 l'FMI contava 184 membri e le sue risorse complessive ammontavano a 217 miliardi di DSP. A quella stessa data la quota della Svizzera era salita a 3,46 miliardi di DSP (circa 6,3 miliardi di franchi svizzeri), pari all'1,6% dei diritti di voto, una percentuale leggermente inferiore a quella originale. La BNS ha finanziato in franchi svizzeri i tre quarti della contribuzione iniziale (e di tutte quelle successive) al capitale del Fondo, e il resto in dollari USA. Mentre la Svizzera non ha mai attinto alle risorse dell'FMI, quest'ultimo ha utilizzato regolarmente – e continua a utilizzare – la quota elvetica

24 A quel tempo la Repubblica federale di Jugoslavia era composta dalla Serbia e dal Montenegro, poi costituitesi in repubbliche indipendenti. Di questi due paesi, solo la Repubblica di Serbia ha aderito al gruppo di voto rappresentato dalla Svizzera.

per finanziare le proprie operazioni di credito. In questi casi il Fondo reintegra gli importi prelevati con l'equivalente in DSP. Sebbene il valore totale della quota di un paese rimanga costante nel tempo, la sua composizione può variare. Ad esempio, allorché il Fondo attinge alla quota svizzera, diminuiscono le sue disponibilità in franchi svizzeri, mentre aumenta la parte restante, ossia la cosiddetta *tranche* di riserva. Quest'ultima costituisce un credito liquido nei confronti dell'FMI che frutta un tasso di interesse di mercato e sul quale possono essere effettuati prelievi a richiesta. La *tranche* di riserva, che fa parte delle riserve internazionali della BNS, ammontava a circa 555 milioni di franchi svizzeri a fine 2006, ossia l'8,7% della quota della Svizzera nel Fondo.

La legge federale del 1991 sulla partecipazione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods designa la BNS come depositaria degli averi in franchi svizzeri del Fondo e curatrice dei rapporti finanziari fra la Svizzera e l'FMI. La legge statuisce altresì che il Consiglio federale collabori con la BNS all'applicazione dello statuto di membro dell'FMI della Svizzera e nella designazione dei rappresentanti svizzeri a questa istituzione. La convenzione del 16 settembre 1992 fra il Consiglio federale e la BNS precisa le modalità di tale cooperazione²⁵. L'accordo è frutto della ricerca di un'equilibrata suddivisione delle competenze fra le due istanze partecipanti – la Banca nazionale e il Dipartimento federale delle finanze (DFF) – in base alla quale il presidente della Direzione generale della BNS è designato quale governatore per la Svizzera presso l'FMI e il consigliere federale responsabile del DFF quale governatore supplente. Quest'ultimo rappresenta inoltre la Svizzera nel Comitato interinale dell'FMI (divenuto nel 2000 Comitato monetario e finanziario internazionale) e guida la delegazione elvetica nelle assemblee annuali. Quanto alla carica di direttore esecutivo, i candidati sono nominati dal Consiglio federale d'intesa con la BNS. La convenzione del 1992 regola anche la ripartizione delle responsabilità. La gestione della maggior parte delle questioni di natura politica è attribuita all'Amministrazione federale delle finanze, mentre la Banca nazionale cura le questioni inerenti alla politica monetaria svizzera e, più in generale, i problemi con spiccato carattere monetario. Un importante elemento della convenzione è che ogni dichiarazione, presa di posizione o informazione trasmessa all'FMI deve essere concordata fra la BNS e il DFF. Diversamente dalla procedura seguita nel quadro degli AGP, in caso di disaccordo insormontabile la decisione ultima spetta al Consiglio federale.

25 Convention (1992).

6.2.7 *Le priorità della Svizzera in seno all’FMI*

La principale ragione per cui le autorità elvetiche avevano propugnato l’adesione all’FMI era il desiderio di partecipare ai processi decisionali dell’istituzione e di poterne così influenzare la linea politica e l’operato. A questo fine era giudicato indispensabile l’ottenimento di un seggio nel Consiglio esecutivo. I quasi quindici anni di appartenenza all’FMI non fanno che confermare la correttezza di questa visione. Sebbene un paese possa utilizzare vari mezzi per cercare di influire sulle decisioni del Fondo, il canale più diretto ed efficace resta quello offerto dalla presenza di un proprio direttore esecutivo.

Secondo gli statuti, il principale organo deliberante dell’FMI è il Consiglio dei governatori. In realtà, pur con alcune eccezioni notevoli come l’emendamento degli statuti, la modifica delle quote, l’allocazione di DSP e l’ammissione di nuovi membri, la maggior parte delle decisioni concernenti l’operatività e le politiche del Fondo è demandata al Consiglio esecutivo. I direttori esecutivi, o i loro supplenti, presenziano a tutte le riunioni del Consiglio e intrattengono contatti privilegiati con la direzione e l’organico. Il potere di voto di ogni direttore dipende dalla quota cumulativa del gruppo che rappresenta. Tuttavia, la sua influenza non è necessariamente commisurata al potere di voto. L’FMI è un’istituzione dal profilo fortemente cooperativo, in cui le decisioni sono solitamente prese su base consensuale. Un direttore abile che sappia proporre argomenti pertinenti, fondati e tempestivi può esercitare sul processo decisionale un influsso che va oltre la rispettiva quota-parte. Pari merito importante è la capacità di costruire alleanze e formulare compromessi. In genere, una posizione isolata perde rapidamente ogni possibilità di pesare sulle deliberazioni del Consiglio. In quanto rappresentante di un gruppo di voto misto, composto cioè di paesi creditori e debitori, il direttore esecutivo svizzero è in grado di esercitare un’influenza particolarmente costruttiva. In effetti, la disparità di interessi all’interno dei gruppi misti rispecchia sovente, seppure su scala ridotta, quella presente a livello di tutti i membri dell’FMI. In più di un’occasione i gruppi misti hanno avuto un ruolo cruciale nella ricerca del consenso.

I timori espressi da molti circa l’impossibilità di gestire un gruppo di paesi così eterogeneo come quello guidato dalla Svizzera si sono dimostrati senza fondamento. Di fatto, il processo decisionale all’interno del gruppo ha funzionato assai bene. Ciò si spiega soprattutto con la flessibilità e l’impegno di cui la Svizzera ha dato prova nel tenere in considerazione e nel perseguire gli interessi dei suoi consociati. Un’altra ragione può essere il fatto che diversi partner del gruppo hanno finora dato priorità al proprio sviluppo economico e alle opportunità che potevano scaturire dalla collaborazione con il Fondo,

lasciando al leader ampia discrezionalità nel trattare le questioni di politica generale dell'istituzione.

Promozione della stabilità finanziaria internazionale

Il mandato primario dell'FMI è quello di promuovere e salvaguardare la stabilità finanziaria internazionale. Per la Svizzera, l'assistere il Fondo nell'assolvimento di questo compito è una priorità di lunga data. Un sistema finanziario internazionale solido e resistente è essenziale per la crescita e la prosperità globale. Esso è poi di vitale importanza per una piccola economia aperta dotata di una grande piazza finanziaria, tanto più dopo i cambiamenti strutturali dell'ultimo decennio, che hanno fortemente accresciuto la dimensione, l'integrazione e la complessità dei mercati dei capitali. Nella sua azione tesa a promuovere la stabilità l'FMI ha sempre posto l'accento sulla prevenzione, facendo della sorveglianza il suo principale strumento. In seguito alla globalizzazione è stato necessario non soltanto intensificare la sorveglianza, ma anche riformare il quadro in cui essa opera. L'azione di riforma è stata avviata all'indomani della crisi asiatica, con l'intento di dare una nuova architettura al sistema finanziario internazionale. La Svizzera ha sostenuto con vigore questa azione e tutte le iniziative connesse. Il progetto mirava in particolare a ricalibrare la sorveglianza del Fondo sui mercati finanziari. A questo fine sono stati elaborati i *Financial Sector Assessment Programs* (FSAPs), sorta di «bilanci clinici» dei settori finanziari nazionali, intesi a rafforzare il monitoraggio e ad individuare le vulnerabilità dei sistemi finanziari, nonché ad assistere i paesi nell'apprestamento di risposte adeguate a uno stadio precoce. La Svizzera, che figurava fra i promotori dei FSAPs, è stata fra i primi a sottoporsi volontariamente a tale procedura nel 2001. Altri importanti elementi della nuova architettura sono l'accresciuta trasparenza e una migliore e più affidabile diffusione di dati, nell'ottica di facilitare l'ordinato funzionamento dei mercati e la disciplina di mercato. Anche in questo ambito la Svizzera ha appoggiato fin dall'inizio il nuovo orientamento, sottoscrivendo lo *Special Data Dissemination Standard* emanato dall'FMI nel 1996.

Una risoluta azione preventiva non garantisce l'immunità dalle crisi. Il ripristino della normalità allorché sopravviene una situazione critica costituisce il secondo pilastro del mandato del Fondo in ordine alla stabilità finanziaria. Se da un lato il nuovo assetto internazionale sorto dalla globalizzazione e liberalizzazione dei mercati consente una più efficiente riallocazione del risparmio mondiale e offre a molte economie emergenti l'opportunità di realizzare risultati economici spettacolari, dall'altro esso ha reso tali paesi più vulnerabili di fronte a improvvisi cambiamenti di umore del mercato, causati

talvolta unicamente da effetti di contagio. La crisi «Tequila» che colpì il Messico nel 1994 fu, su scala relativamente modesta, un segno premonitore dei problemi che avrebbero in seguito incontrato vari paesi emergenti del Sud-Est asiatico e dell'America latina. Anche i costi economici e sociali delle nuove crisi sono aumentati enormemente. La portata e la natura delle cosiddette crisi del conto capitale costrinsero il Fondo a un aumento rapido e massiccio dell'assistenza finanziaria, il cui apprestamento era inoltre divenuto ben più urgente che in passato. La Svizzera partecipò attivamente alle iniziative dell'FMI volte a fronteggiare questo nuovo fenomeno, sia nel definire nuovi strumenti operativi, sia nel rendere le risorse del Fondo più adeguate alla nuova sfida. Nel 1999 la Svizzera accettò un aumento generale delle quote pari al 45%.

Pur non essendosi mai astenuta dal contribuire alla soluzione delle emergenze finanziarie (cfr. 6.1.4), la Svizzera non è mai stata dell'opinione che il salvataggio di creditori internazionali, come avvenuto durante la crisi asiatica, fosse l'unico o il più efficiente rimedio contro le turbolenze finanziarie. L'impiego di denaro pubblico nella risoluzione di crisi è, e deve rimanere, limitato, non soltanto per ridurre i rischi finanziari sopportati dall'istituzione, ma anche al fine di contenere il *moral hazard* e favorire la disciplina di mercato. La ricerca di modi efficienti per coinvolgere il settore privato nella risoluzione delle crisi finanziarie è tanto più necessaria in quanto le risorse del Fondo difficilmente potranno continuare a tenere il passo con l'esplosione dei flussi di capitali privati. In quest'ottica, agli inizi del 2000 la Svizzera diede il proprio sostegno all'introduzione delle «clausole di azione collettiva» (CAC) nelle obbligazioni di emittenti sovrani, allo scopo di rendere più efficiente il processo decisionale allorché diventa inevitabile una ristrutturazione del debito. Le autorità elvetiche avrebbero preferito un approccio più strutturato, comprendente tutte le tipologie di debito, ma la proposta di creare un *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* dovette essere abbandonata nel 2003 a causa dell'insufficiente sostegno e, in particolare, dell'opposizione degli Stati Uniti. Nel contempo la BNS ha insistito con forza sul perseguimento di una strategia atta a preservare la solidità finanziaria dell'FMI attraverso una pratica creditizia prudente, in termini sia di importo sia di concentrazione, combinata con una rigorosa politica delle riserve che preveda fra l'altro un approccio conservatore in relazione alle disponibilità auree del Fondo.

Sostegno dell'attività del Fondo nei paesi a basso reddito

Come statuito nella legge federale concernente la partecipazione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods, qualsiasi posizione assunta in seno all'FMI deve essere conforme ai principi e agli obiettivi della politica di

sviluppo della Confederazione. Nel corso degli anni, ciò si è tradotto in un forte sostegno svizzero all'impegno del Fondo nei paesi a basso reddito per aiutarli a conseguire una riduzione consistente e durevole della povertà mediante politiche che promuovano la crescita, generino occupazione e incanalino l'assistenza verso i più indigenti. Al tempo stesso, la Svizzera ritiene che questo obiettivo generale del Fondo debba essere perseguito in stretta collaborazione con altre istanze operanti in questo ambito, fra cui in particolare la Banca Mondiale.

Data la natura delle risorse generali del Fondo (riserve valutarie), i crediti tradizionali da esso concessi sono remunerati a tassi di mercato e risultano quindi inadatti per l'assistenza finanziaria ai paesi a basso reddito, che deve essere a condizioni agevolate. Per questa ragione, nell'apprestare tale assistenza il Fondo ha solitamente svolto le funzioni di fiduciario, incanalando i contributi bilaterali (o i proventi delle vendite di oro del Fondo stesso) attraverso un certo numero di fondi fiduciari. I crediti agevolati dell'FMI iniziarono nel 1976, dopo la prima vendita di oro del Fondo per poi evolversi ed espandersi durante gli anni ottanta e novanta con la creazione di tre nuovi meccanismi: la *Structural Adjustment Facility* (SAF) nel 1986, la *Enhanced Structural Adjustment Facility* (ESAF) nel 1987, e la *Poverty Reduction and Growth Facility* (PRGF) nel 1999. In aggiunta a queste linee creditizie, l'FMI e la BM hanno lanciato congiuntamente nel 1996 l'iniziativa *Highly Indebted Poor Countries* (HIPC), diretta a ridurre a livelli sostenibili l'onere del debito esterno dei paesi più poveri. La Svizzera ha fornito un apporto sostanziale a tali iniziative. La Banca nazionale ha dal canto suo contribuito alla PRGF. Lo sforzo della Svizzera non è stato soltanto finanziario: da quando fa parte delle istituzioni di Bretton Woods essa svolge un ruolo fattivo nella concezione e realizzazione dei vari strumenti, propugnando costantemente una crescita di elevato livello qualitativo, compatibile con uno sviluppo equilibrato sul piano sociale e ambientale.

La BNS, pur condividendo i principi generali dell'impegno elvetico in favore dei paesi a basso reddito, ha sempre insistito sull'esigenza di preservare il carattere monetario dell'FMI. A suo giudizio è bene che il Fondo adotti un approccio selettivo e si concentri sulle sue responsabilità e competenze primarie, segnatamente aiutando i paesi a conseguire condizioni macroeconomiche stabili. Il finanziamento dello sviluppo non rientra fra i mandati dell'FMI. Il Fondo non dovrebbe quindi impegnarsi in crediti agevolati di lunga durata. Sarebbe per contro auspicabile che i membri più poveri ricevano in maggior misura consigli di politica economica e assistenza tecnica.

Difesa degli interessi dei paesi membri del gruppo di voto

Nel corso degli ultimi quindici anni, tutti i paesi del gruppo guidato dalla Svizzera hanno vissuto il penoso processo della transizione da regimi pianificati a economie di mercato. Per la Svizzera è stata una priorità aiutarli in questo passaggio. Ciò si è tradotto in varie iniziative, alcune delle quali su base bilaterale, altre sotto forma di sostegno e promozione di azioni intraprese in un contesto multilaterale. Fra le prime figurano: il prestito al Fondo di stabilizzazione per la Polonia nel 1989, trasformato nel 1995 in sussidio alla ristrutturazione del sistema bancario polacco; i vari crediti ponte intesi a facilitare il processo di adesione di alcuni paesi (cfr. 6.1.9); le cospicue risorse che diversi dipartimenti federali e la BNS hanno messo a disposizione per l'assistenza tecnica al gruppo di voto dal 1989. Nel quadro delle iniziative multilaterali la Svizzera promosse con forza la creazione della *Systemic Transformation Facility* (STF) dell'FMI nel 1993, particolarmente adatta ai paesi nelle prime fasi della transizione. Tale meccanismo consentiva l'accesso alle risorse del Fondo a un livello relativamente basso di condizionalità. Nel 1996 il Governo elvetico accettò di alimentare un «sotto-conto Svizzera» presso l'FMI destinato al finanziamento di progetti di assistenza tecnica. Nell'aprile 2004 è stato accordato un contributo cumulativo di 11,4 milioni di franchi, di cui una buona parte consacrata all'assistenza tecnica nell'Asia centrale. Infine, nel 1997 la Svizzera fu tra i promotori del quarto emendamento degli statuti dell'FMI, inteso a permettere un'allocazione straordinaria di DSP della quale beneficerebbero in particolare i paesi – e fra di essi tutti i membri del gruppo guidato dalla Svizzera – entrati a far parte del Fondo dopo il 1981, anno in cui aveva avuto luogo l'ultima allocazione generale di DSP. Tuttavia, per divenire effettivo l'emendamento deve essere ratificato da una maggioranza abbastanza ampia di governatori. La Banca nazionale ha accettato con riluttanza, e solo per solidarietà con gli altri paesi del suo gruppo, di avallare questa allocazione straordinaria. A suo avviso, essa non si giustificava in base a una carenza globale di riserve internazionali, la condizione cui è tradizionalmente subordinata una tale operazione.

Promozione della trasparenza e della responsabilità

Un altro obiettivo perseguito dalla Svizzera in seno all'FMI è la promozione della trasparenza e della responsabilità, nel quadro di un più vasto progetto mirante a rafforzare il buon governo a livello sia delle politiche e delle istituzioni dei singoli paesi membri, sia dello stesso Fondo. Quest'ultimo, in particolare, come ogni istituzione pubblica, è costantemente tenuto a giustificare le proprie scelte. Sebbene, *stricto sensu*, l'FMI debba rendere conto soltanto

alle autorità degli stati membri, in realtà da qualche anno la sua legittimazione è oggetto di più severo scrutinio. Una parte sempre maggiore della società si interessa all'attività del Fondo e sollecita l'istituzione a intrattenere un dialogo costruttivo su vari aspetti del suo operato. La Svizzera giudica con favore questa evoluzione. Nel corso del passato decennio essa si è sempre adoperata affinché l'FMI divenisse un'istituzione più trasparente e aperta, e al tempo stesso più disponibile ad ascoltare le voci critiche e a trarre insegnamento dagli errori. Un passo importante in questo senso è stato compiuto nel 2001 con l'istituzionalizzazione di un *independent evaluation office*, incaricato di valutare le attività del Fondo.

6.3 Assistenza tecnica

WERNER HERMANN

6.3.1 Definizione e origini

Se è vero che non tutte le banche centrali hanno esattamente lo stesso mandato, molte sono comunque confrontate a sfide analoghe. Esse intrattengono pertanto un intenso scambio di vedute e in numerosi campi cooperano da lungo tempo con successo. È inoltre naturale che ricerchino consiglio e sostegno presso quella banca centrale che in un certo ambito specialistico ha una posizione preminente. L'assistenza reciproca può andare da una consulenza puntuale e dalla partecipazione a un dato progetto, fino all'addestramento intensivo di una équipe di esperti in vista di un nuovo compito. Essa è necessaria laddove per l'acquisizione di conoscenze e abilità specifiche non è disponibile una fonte più competente e affidabile. A questa forma di sostegno le banche centrali sono solite attribuire il nome di assistenza tecnica.

La Banca nazionale aveva fornito sporadicamente assistenza tecnica già da lunga data. Ad esempio, durante la seconda guerra mondiale mise a disposizione della banca centrale iraniana un esperto in questioni monetarie con funzioni di consulente, negli anni Settanta assistette l'istituto di emissione iracheno in materia di gestione del contante e nei primi anni ottanta consigliò numerose banche centrali africane.

Con il passaggio dell'Europa orientale all'economia di mercato, le banche centrali dei paesi di quest'area vennero a trovarsi di fronte a sfide del tutto nuove e il loro interesse per l'assistenza tecnica crebbe enormemente. La dissoluzione dell'Unione sovietica portò infatti alla nascita di tutta una serie di stati sovrani che vedevano nella moneta nazionale un mezzo per affermare la propria indipendenza. Ciò implicava però la presenza in ciascun paese di una

banca centrale, che doveva prima acquisire le necessarie competenze, cosicché la domanda di assistenza tecnica subì un ulteriore forte aumento.

Poiché queste nuove banche centrali spesso indirizzavano le loro richieste non a una, bensì a diverse banche centrali dell'Occidente, sorsero duplicazioni e problemi di competenza. Pertanto, nel 1990 i governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci e dell'Austria decisero di coordinare l'assistenza tecnica nel quadro della Banca dei regolamenti internazionali (BRI). Alle sedute di coordinamento prese parte anche il Fondo monetario internazionale (FMI), che grazie alla sua approfondita conoscenza delle singole economie in via di transizione avrebbe svolto un ruolo cardine nell'organizzazione dell'assistenza.

6.3.2 *Principi guida*

Inizialmente la BNS vagliava caso per caso le richieste di assistenza tecnica. Nel 1992 la Direzione generale decise di istituire un servizio accentrato, che da allora elabora e coordina le domande applicando principi uniformi. Anche se all'epoca non esistevano ancora criteri formulati in modo esplicito era tuttavia chiaro, ad esempio, che la BNS avrebbe agito soltanto su richiesta di organi ufficiali e non di propria iniziativa. La Direzione generale voleva infatti evitare un eccessivo attivismo. Essa era sì pronta a destinare all'assistenza tecnica specialisti altamente qualificati con funzioni direttive, ma teneva ad assicurarsi che tali risorse fossero impiegate in modo ottimale.

Nello stesso anno la Svizzera aderì alle istituzioni di Bretton Woods e costituì con la Polonia e alcuni Stati dell'ex Unione Sovietica un proprio gruppo di voto. La Direzione generale diede allora l'incarico di elaborare una strategia di assistenza tecnica i cui principi furono approvati all'inizio del 1993. Questi prevedono che l'assistenza sia fornita nei settori in cui i collaboratori della BNS possono vantare una particolare perizia. Essi stabiliscono anche che la priorità vada alle richieste emananti dal gruppo di voto e ai progetti concertati con l'amministrazione federale, e che l'assistenza sia commisurata alle esigenze dei beneficiari. La Direzione generale desiderava inoltre che la BNS si concentrasse sulle iniziative avviate nel quadro di progetti dell'FMI o della Banca Mondiale.

Sebbene l'assistenza tecnica presupponga una certa flessibilità per quanto concerne le risorse di personale, in un primo tempo la Direzione generale non creò posizioni addizionali. Fu soltanto verso la fine degli anni novanta che, avendo assunto un peso considerevole nell'attività di taluni collaboratori, l'assistenza tecnica venne formalmente inserita tra le loro mansioni. Ciò nonostante, a confronto con altre banche centrali, l'impegno è rimasto piuttosto

contenuto. Il valore stimato dell'assistenza tecnica fornita dalla BNS è passato da una media di una persona-anno nella prima metà degli anni novanta a quattro-cinque persone-anno dopo il volgere del secolo.

6.3.3 *Iniziative e principali ambiti di attività*

Le nuove banche centrali delle ex repubbliche sovietiche originavano in genere da quelle che erano state filiali della banca centrale dell'URSS. Il personale aveva un certa familiarità con le operazioni di cassa tipiche di tali dipendenze, ma non conosceva a sufficienza le mansioni dell'istituto centrale. Dopo l'emissione delle rispettive monete nazionali la maggior parte di queste nuove banche centrali necessitava pertanto di consigli su come organizzare l'approvvigionamento in numerario e, in seguito, su come investire le riserve monetarie. Sulla base di tali bisogni si sviluppò sin dalla fine del 1992 una consulenza intensiva e duratura in favore della banca centrale kirghisa. Altre banche centrali del gruppo di voto svizzero ebbero in un primo tempo alcune difficoltà a esplicitare le proprie esigenze, oppure queste non corrispondevano al tipo di sostegno che la BNS poteva fornire. Spesso ciò dipendeva dal fatto che il loro ambito di competenza era assai più ampio di quello della BNS, cosicché talune richieste esulavano completamente dal mandato di quest'ultima. All'inizio anche la comprensione sul piano linguistico pose notevoli problemi, poiché ben pochi dipendenti di queste banche centrali parlavano inglese e la BNS non disponeva di collaboratori che padroneggiassero il russo.

L'iter tipico di un progetto è ben illustrato dall'esempio dell'assistenza prestata nel 1993 alla banca centrale kirghisa su richiesta dell'FMI. La Direzione generale inviò dapprima sul posto il responsabile degli investimenti in valuta, allo scopo di creare un'unità incaricata di gestire la liquidità nell'economia kirghisa e di collocare all'estero in modo sicuro e professionale le costituende riserve monetarie. Era evidente che tale obiettivo non avrebbe mai potuto essere realizzato con una missione di due settimane. Fu pertanto varato un progetto in base al quale vari specialisti del reparto investimenti in valuta effettuarono regolari soggiorni nella Repubblica Kirghisa allo scopo di familiarizzare i colleghi locali con i concetti fondamentali della gestione di liquidità e della negoziazione in titoli di Stato americani, nonché di formarli *on the job*. In aggiunta a ciò, parecchi collaboratori della banca centrale kirghisa compirono brevi *stages* pratici presso la Banca nazionale. In seguito la BNS realizzò progetti analoghi per le banche centrali di Azerbaigian e di Serbia e Montenegro.

In altri casi non si è trattato di formare quadri, bensì di sostenere una banca centrale in occasione di negoziazioni, sia mettendo a disposizione un

esperto, sia facendo semplicemente valere l'autorevolezza internazionale della BNS. Ad esempio, nel 2001 la Banca nazionale assisté il Tagikistan nella ristrutturazione del debito esterno, aiutandolo a ottenere la remissione di una buona parte delle sue passività verso l'UE, principale creditore del paese.

Un altro aspetto importante dell'assistenza tecnica è stato quello del sistema dei pagamenti senza contante, un settore in cui, con l'introduzione del nuovo sistema di regolamento interbancario SIC (*Swiss Interbank Clearing*) nel 1987, la BNS aveva avuto un ruolo di pioniere a livello mondiale.

6.3.4 Il Centro studi di Gerzensee

In occasione del suo 75° anniversario la Banca nazionale creò la Fondazione del Centro studi di Gerzensee, destinato alla formazione di quadri delle banche centrali, soprattutto di paesi in via di sviluppo. A questo scopo acquisì la proprietà *Neues Schloss* a Gerzensee, un comune a sud di Berna. Dopo importanti lavori di restauro e trasformazione la sede venne inaugurata ufficialmente il 6 maggio 1986. Grazie all'alto livello dei corsi e delle conferenze, il Centro ha saputo in poco tempo conquistarsi una buona notorietà.

Durante gli ultimi anni i collaboratori di oltre 150 banche centrali vi hanno frequentato seminari di due o tre settimane in materia di politica monetaria, finanza e vigilanza bancaria, condotti da docenti sia svizzeri che esteri.

Dal 1992 il Centro offre inoltre un programma per i dottorandi in economia delle università svizzere. Il corso della durata di un anno, sotto la direzione di insegnanti delle migliori università statunitensi ed europee, rappresenta una notevole valorizzazione degli studi di dottorato svizzeri e fornisce ai partecipanti solide conoscenze del più alto livello. Completano l'offerta corsi di una settimana nei diversi ambiti di specializzazione economica.

Il Centro studi funge parimenti da sede per incontri internazionali. Esso organizza regolarmente, per un pubblico di studiosi e di quadri delle banche centrali, conferenze internazionali su questioni economiche, i cui atti sono spesso pubblicati in riviste specializzate.

Fonti

Articles of Agreement (1993), Articles of Agreement del Fondo monetario internazionale, Washington DC.

BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.

BNS, verbale della Direzione generale (vari anni), archivio BNS.

Convention (1992) entre le Conseil fédéral et la Banque nationale sur l'application du statut de membre du Fonds monétaire international (FMI), 16 settembre, archivio BNS.

FF, Foglio federale (vari anni).

Messaggio (1983) concernente l'adesione della Svizzera agli Accordi generali di credito del 29 giugno, FF 1983 II 1333.

Messaggio (1984) per la proroga e la modifica del decreto federale concernente la collaborazione della Svizzera a provvedimenti monetari internazionali del 5 settembre, FF 1984 II 1390.

Messaggio (1991) concernente l'adesione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods del 15 maggio, FF 1991 II 949.

Messaggio (1994) concernente la partecipazione della Svizzera al prolungamento dello sportello potenziato di aggiustamento strutturale del Fondo monetario internazionale (SPAS II), 29 giugno, FF 1994 III 1257.

Messaggio (1997) concernente l'adesione della Svizzera ai Nuovi accordi di credito, 14 maggio, FF 1997 III 865.

Messaggio (2002) concernente la revisione della legge sulla Banca nazionale, 26 giugno, FF 2002 5413.

Messaggio (2003) relativo alla legge federale sull'aiuto monetario internazionale (legge sull'aiuto monetario, LAMO), 21 maggio, FF 2003 4144.

RU, Raccolta ufficiale delle leggi federali (vari anni).

Bibliografia

Kaeser, D. (2004), *La longue marche vers Bretton Woods: Chronique des relations de la Suisse avec le Fonds monétaire international et la Banque mondiale*, Ginevra [ecc.], Georg.

Klauser, P. (1987), Schweizerische Rechtsgrundlagen der internationalen Währungshilfe, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 5 (2), pp. 143–154.

7 La stabilità del sistema finanziario nell'ottica della Banca nazionale

7.1 L'accresciuto interesse della Banca nazionale per la stabilità sistemica

URS W. BIRCHLER

7.1.1 Rilevanza delle banche ai fini della politica monetaria

Uno degli sviluppi salienti dell'ultimo quarto di secolo è stata la crescente attenzione rivolta dalla BNS alle questioni riguardanti la stabilità del sistema bancario e finanziario. I mercati finanziari, e in particolare il settore bancario, costituivano da sempre un importante anello di congiunzione fra l'approvvigionamento di liquidità e l'economia reale. Tuttavia, dopo il crollo del sistema di Bretton Woods (1973) e il passaggio al controllo dell'offerta di moneta, la BNS dovette prendere atto che gli sviluppi nel sistema bancario potevano interferire in modo diretto con la conduzione della politica monetaria.

L'introduzione del sistema *Swiss Interbank Clearing* (SIC) e la contestuale revisione, nel 1988, delle prescrizioni di liquidità nel quadro della legge sulle banche causarono ad esempio un calo difficilmente prevedibile della domanda di base monetaria. Inoltre, dopo decenni di prosperità della piazza bancaria svizzera, varie crisi all'estero e il dissesto del Credito Svizzero a Chiasso (1977) accrebbero la consapevolezza che il sistema bancario poteva di per sé diventare una fonte di turbativa non trascurabile.

Nei primi anni 1980 la Banca nazionale iniziò a seguire più da vicino gli sviluppi nel settore bancario, prestando inoltre maggiore attenzione ai fattori di disturbo microeconomici, ossia legati al comportamento di singole istituzioni. La BNS vedeva allora soprattutto nel mantenimento della stabilità dei prezzi il proprio contributo alla stabilità del sistema bancario. In tale contesto rientrava la funzione di «prestatore di ultima istanza» (*lender of last resort*) consistente nell'erogare, in situazioni critiche, liquidità aggiuntiva al sistema bancario o ad importanti segmenti del medesimo.

Negli anni seguenti, la progressiva internazionalizzazione dell'attività bancaria e l'emergere di una complessa infrastruttura finanziaria acuirono presso la BNS la percezione della vulnerabilità delle banche e, soprattutto, del sistema bancario nel suo insieme. Essa prese atto del pericolo di un contagio internazionale innescato dal dissesto di una banca, o la possibilità di una turbativa sistemica causata dalla disfunzione di un'importante infrastruttura comune. Si intensificò inoltre la partecipazione con le altre banche centrali,

soprattutto in seno alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI), al dibattito internazionale sull'appropriata regolamentazione delle banche, dei mercati finanziari e dei sistemi di pagamento. Per tali ragioni, nel corso dei passati 25 anni e soprattutto nell'ultima parte del periodo, la BNS è andata assumendo un ruolo più attivo – sancito di recente anche nella legge sulla Banca nazionale – nel quadro della stabilità sistemica.

La BNS riteneva che il proprio compito consistesse in via primaria nell'individuare tempestivamente gli eventi in grado di ripercuotersi sull'intero sistema bancario (ad esempio un crollo borsistico) oppure di propagarsi all'interno del sistema stesso (attraverso il mercato interbancario ovvero come crisi di fiducia), e nel fronteggiarne le conseguenze. Essa focalizzò pertanto la propria attenzione sui rischi sistemici, spesso difficilmente discernibili a livello di un'unica istituzione, anche se la stabilità delle singole banche veniva parimenti giudicata condizione essenziale per quella sistemica. Nondimeno, la vigilanza su base individuale rimase di competenza della Commissione federale delle banche (CFB).

Nel frattempo i mercati finanziari avevano subito una profonda trasformazione (cfr. 7.2) che implicava grandi cambiamenti anche per l'attività bancaria (cfr. 7.3). In siffatto contesto la BNS fu indotta a riconsiderare la propria funzione di prestatore di ultima istanza (cfr. 7.4), ad assumere la sorveglianza di importanti sistemi di pagamento e ad adoperarsi affinché la legge sulla Banca nazionale venisse adeguata alle nuove circostanze (cfr. 7.5).

7.1.2 Problemi bancari all'estero e in Svizzera

Un primo segno premonitore di tale evoluzione fu, nel giugno 1974, il fallimento della banca tedesca Herstatt, che evidenziò crudamente il pericolo di contagio internazionale. Al momento della sua chiusura Herstatt presentava ancora ingenti posizioni valutarie scoperte in diversi fusi orari. Tale esperienza condusse nel 1974 alla creazione del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, che sanciva un impegno esplicito delle banche centrali alla supervisione del sistema bancario. Essa diede inoltre impulso alla realizzazione di sistemi di pagamento in cui le posizioni debitorie infragiornaliere tra le banche fossero mantenute entro limiti prestabiliti. Nel contempo, i mercati finanziari cercavano di svincolarsi dalla stretta maglia di regolamentazioni risalenti al tempo di guerra o istituite nel quadro del regime di cambi fissi. La BNS si trovò quindi sempre più confrontata a questioni inerenti alla regolamentazione e alla stabilità delle banche.

I problemi di natura microeconomica si manifestarono dapprima soltanto all'estero. Sulla scia della «crisi petrolifera», agli inizi degli anni ottanta

fallirono varie banche spagnole. Negli Stati Uniti un gran numero di casse di risparmio fece bancarotta. Interventi normativi nel meccanismo di mercato, segnatamente l'imposizione di un massimale sui tassi passivi e un'estesa assicurazione dei depositi, avevano favorito l'accumulo di rischi latenti. Con il deteriorarsi della situazione economica e la contestuale liberalizzazione dei tassi sui depositi, le perdite su crediti e i maggiori costi di rifinanziamento misero in serie difficoltà alcuni settori del sistema bancario statunitense. Verso la fine degli anni ottanta anche i paesi scandinavi, e in particolare Norvegia e Svezia, si trovarono alle prese con una grave crisi bancaria in seguito allo scoppio di una bolla speculativa nel mercato immobiliare.

Gli anni novanta mostrarono l'intero ventaglio delle possibili crisi bancarie. Mentre i collassi della britannica Bank of Credit and Commerce International (BCCI, 1991), e poi della Barings (1995), furono originati da problemi interni di singole istituzioni, la debolezza decennale del settore bancario giapponese fornì l'esempio tipico opposto, ossia quello di un problema di portata sistemica. Furono inoltre duramente colpiti – per lo più in connessione con crisi di bilancia dei pagamenti – i sistemi bancari di varie economie emergenti del Sud-Est asiatico e dell'America latina. Infine, molte banche delle ex economie pianificate dell'Europa orientale si rivelarono incapaci di sopravvivere in regime di mercato.

All'inizio degli anni novanta anche il sistema bancario svizzero fu messo a dura prova. La concorrenza fra le banche si era fatta più aspra e, con il venir meno di accordi di cartello e di altri ostacoli alla libera concorrenza, aveva accresciuto la vulnerabilità delle istituzioni elvetiche di fronte a un rallentamento congiunturale. Furono soprattutto i problemi sopravvenuti nel comparto immobiliare, dopo un periodo di ascesa senza precedenti dei prezzi, a mettere in forse l'esistenza di numerosi istituti, in specie di banche regionali. Quella che, con una semplificazione eccessiva, venne chiamata «crisi delle banche regionali» risultò essere la prova più ardua cui aveva dovuto sottostare il sistema bancario svizzero dai tempi della – certo ben più grave – crisi bancaria degli anni trenta. Il risultato fu peraltro una più elevata concentrazione nel mercato bancario nazionale.

7.1.3 «Stabilità sistemica», il nuovo compito

I problemi sorti all'estero e in Svizzera indussero la Banca nazionale ad assumere un ruolo più attivo in ordine alla stabilità del sistema bancario. All'inizio degli anni ottanta, la Direzione generale creò un'unità operativa interna per le questioni bancarie e di regolamentazione. La BNS iniziò inoltre a potenziare le statistiche bancarie in funzione di tale problematica. Appariva

ormai evidente che, nonostante la tradizionale solidità gestionale, le banche svizzere non erano del tutto immuni da crisi. In particolare, come avevano mostrato gli accadimenti all'estero e in patria, allorché una flessione ciclica coincideva con la rimozione di ostacoli alla concorrenza, gli istituti di credito venivano facilmente a trovarsi in difficoltà. Grazie alla supervisione della CFB, in Svizzera i problemi erano stati individuati prima che si propagassero all'intero sistema. Ma i fatti avevano anche mostrato che una banca poteva diventare insolvente nonostante la vigilanza.

Sempre agli inizi degli anni ottanta, la BNS istituzionalizzò la collaborazione con la CFB, responsabile della supervisione delle singole aziende bancarie. Dal dicembre 1985 la Direzione generale e i vertici della CFB si incontrano regolarmente due volte all'anno per discutere questioni di fondo. Anche a livello tecnico i contatti si sono fatti più intensi con il procedere degli anni. Ad esempio la BNS fornisce alla CFB cifre ed elaborazioni tratte dalle proprie statistiche bancarie. La BNS contribuisce anche fattivamente al lavoro della CFB: ha sviluppato, ad esempio, un modello per la misurazione del rischio di tasso d'interesse e ha partecipato ai lavori diretti a stimare la resilienza delle banche (*stress testing*).

Se è vero che fu possibile il superamento della crisi ad opera della stessa comunità delle banche svizzere, gli strumenti legislativi a disposizione apparvero inadeguati per affrontare una grave emergenza. La Banca nazionale giunse così alla conclusione che nell'eventualità di futuri problemi le autorità non avrebbero potuto contare né sulla capacità di soccorso reciproco delle banche, né sull'efficacia dei mezzi normativi esistenti. Essa si adoperò quindi per una revisione delle corrispondenti disposizioni della legge sulle banche.

Era inoltre emerso con chiarezza che la Banca nazionale non poteva assicurare in modo efficace la funzione di prestatore di ultima istanza. Da un lato, le disposizioni di legge vigenti erano troppo restrittive e rigide (cfr. 9.6.5). Dall'altro, numerosi esempi mostravano come fosse difficile in caso di crisi giudicare la solvibilità di una banca minacciata e discernere l'insolvenza dalla mera illiquidità. D'altro canto, la Banca nazionale continuava a ritenere che la solvibilità fosse condizione necessaria per un sostegno di liquidità. Essa si astenne sempre da forme di assistenza di maggiore portata, non da ultimo a causa degli effetti segnaletici e degli incentivi che ne potevano conseguire. Anche per queste ragioni la BNS decise di rivolgere grande attenzione alla salvaguardia della stabilità del sistema finanziario, intendendo con ciò la capacità dei sistemi di pagamento e delle banche di espletare la loro funzione economica nel regolamento delle transazioni e nell'intermediazione fra creditori e debitori anche in tempi difficili e in presenza di turbative esterne.

Le esperienze degli anni novanta indussero la BNS a rivedere la propria funzione di prestatore di ultima istanza. Nel quadro della revisione della legge sulla Banca nazionale essa ottenne che il suo contributo alla stabilità del sistema bancario fosse citato esplicitamente e che i suoi compiti e strumenti in questo ambito venissero in parte ridefiniti. Al fine di attuare il dettato della nuova legislazione l'istituto ha potenziato i mezzi per la sorveglianza dei sistemi di pagamento e di regolamento.

7.2 L'evoluzione dei mercati finanziari

VINCENT CRETTOL

7.2.1 *L'interesse della Banca nazionale per i mercati finanziari*

In considerazione della crescente attenzione rivolta alla stabilità del sistema finanziario, la Banca nazionale segue da vicino l'evoluzione dei mercati dei capitali. Tale interesse è tuttavia motivato anche da altre ragioni. In primo luogo, le vicende dei mercati finanziari sono talvolta causa di perturbazioni che rendono necessario un aggiustamento della politica monetaria. Inoltre, l'erogazione di liquidità avviene attraverso operazioni di mercato, e la BNS deve pertanto assicurarsi che i mercati sui quali interviene funzionino ordinatamente. Infine, la sua attività di gestione patrimoniale esige che essa padroneggi gli strumenti finanziari in cui investe le proprie risorse.

Nel corso degli ultimi venticinque anni i mercati finanziari hanno avuto uno sviluppo impressionante. È fortemente cresciuto il numero degli strumenti tradizionali per la raccolta e l'allocazione del risparmio. Il ricorso ai prodotti derivati è diventata pratica comune e il suo orizzonte si è ampliato. Nuovi intermediari finanziari hanno acquistato importanza. Un tempo racchiusi negli spazi nazionali e segmentati, i mercati finanziari si sono progressivamente globalizzati.

7.2.2 *L'evoluzione dei tradizionali strumenti di risparmio e di investimento*

La funzione primaria dei mercati finanziari è quella di consentire l'incontro fra il risparmio e l'investimento. La circolazione dei fondi dai prestatori ai prenditori avviene essenzialmente attraverso tre canali: l'acquisizione di titoli di capitale negoziabili (azioni); l'acquisizione di titoli di debito negoziabili (obbligazioni) e l'intermediazione bancaria. In quest'ultimo caso le banche riallocano i depositi loro affidati assumendosi il rischio di un mancato rimborso dei crediti concessi. Uno studio ha mostrato che il volume in essere di

tali strumenti si è decuplicato fra il 1980 e il 2004, raggiungendo l'ammontare di 118 000 miliardi di dollari USA, ossia una cifra pari a tre volte il PIL mondiale, rispetto al rapporto di uno a uno nel 1980¹.

Nello stesso arco di tempo la capitalizzazione globale delle azioni societarie negoziate sulle principali piazze borsistiche è passata da 2800 miliardi a 33 000 miliardi di dollari. La sua quota sullo stock mondiale di attività finanziarie si è leggermente accresciuta, salendo al 28%. Essa ha peraltro mostrato oscillazioni importanti, con un massimo del 38% toccato nel 1999, poco prima dello scoppio della bolla speculativa nel segmento dei valori tecnologici. L'aumento della capitalizzazione di mercato è attribuibile principalmente all'apprezzamento dei titoli delle società già quotate. Questa evoluzione si spiega con la crescita dei profitti e una valutazione più ottimistica delle prospettive, tradottesi in un miglioramento dei rapporti prezzo/utili. Vi hanno però anche concorso le privatizzazioni di imprese pubbliche in Europa e i numerosi ingressi in borsa di società private negli Stati Uniti. Per contro, un effetto frenante è provenuto dai programmi di riacquisto di azioni proprie, avviati soprattutto a partire dagli anni novanta. In Svizzera la capitalizzazione di borsa ha parimenti mostrato una forte crescita, passando da 76 miliardi a 780 miliardi di franchi.

L'evoluzione del mercato obbligazionario non ha nulla da invidiare a quella delle borse: nel 2004 l'ammontare globale delle obbligazioni in essere era di circa 58 000 miliardi di dollari, rispetto a meno di 4 000 miliardi nel 1980². A partire dagli anni 1990, il segmento più dinamico e innovativo è stato quello delle obbligazioni societarie, che ha fatto segnare una crescita vicina al 10% annuo e che nel 2004 rappresentava quasi il 30% del mercato obbligazionario complessivo. Avviato negli Stati Uniti, il processo di cartolarizzazione dei crediti bancari – essenzialmente nei comparti dei mutui ipotecari e dei crediti al consumo – si è propagato agli altri mercati dei paesi sviluppati contribuendo all'aumento delle emissioni private. Un altro segmento molto dinamico è stato quello delle obbligazioni internazionali, in particolare dei titoli collocati sull'euromercato. Nel 2004 le obbligazioni internazionali rappresentavano quasi il 20% del mercato, contro il 12% nel 1990. Nel mercato obbligazionario ha tuttavia continuato a prevalere l'attività di emissione dei mutuatari sovrani, che si sono assicurati oltre la metà dei fondi raccolti. I disavanzi di bilancio accumulati hanno costretto i governi ad accrescere il loro indebitamento, cosicché nei paesi del G7 il rapporto fra debito lordo delle

1 Cfr. McKinsey (2005).

2 Questa sezione si basa su BRI, Rassegna trimestrale (vari anni) e Merrill Lynch (2004).

amministrazioni centrali e PIL è passato dal 44% nel 1980 all'82% nel 2004. Questa evoluzione inquietante ha peraltro avuto un effetto positivo, ossia quello di favorire la liquidità del mercato. Quest'ultima ha tratto beneficio anche dalla standardizzazione delle emissioni e dal maggiore ricorso a strumenti negoziabili per finanziare il debito pubblico.

Il mercato delle obbligazioni denominate in franchi svizzeri è cresciuto a un ritmo inferiore alla media, passando da 95 miliardi di franchi nel 1980 a 530 miliardi nel 2004. A questa data esso rappresentava meno dell'1% del mercato mondiale. Durante gli anni ottanta il mercato aveva beneficiato dell'accresciuta presenza di emittenti esteri, specie giapponesi. La progressione negli anni novanta fu invece stimolata dall'evoluzione del debito della Confederazione, che salì da 89 miliardi di franchi nel 1990 a 127 miliardi nel 2004.

In parte, l'espansione del mercato obbligazionario avvenne a scapito dei depositi bancari, che comunque aumentarono – sempre secondo lo studio sopra menzionato – da 5400 miliardi di dollari nel 1980 a 35 400 miliardi nel 2004. A questa data i depositi bancari rappresentavano quasi il 30% delle attività finanziarie mondiali in essere, rispetto al 45% totalizzato nel 1980. La percentuale risultava più elevata in Giappone e in Europa che negli Stati Uniti.

7.2.3 *L'espansione del mercato degli strumenti derivati*

Un'altra funzione svolta dai mercati finanziari è quella di agevolare la gestione di taluni rischi. Nel corso degli ultimi anni, tale funzione ha assunto una rilevanza crescente grazie allo straordinario sviluppo dei prodotti finanziari derivati, strumenti che di per sé non sono un'invenzione recente, trovandosene già traccia nei mercati agricoli del diciottesimo secolo. Tuttavia, l'accresciuta volatilità seguita al passaggio ai cambi fluttuanti provocò un forte aumento della domanda dei prodotti in parola sui mercati finanziari. Grazie ai progressi compiuti dalla teoria finanziaria e dalla tecnologia informatica, l'offerta poté soddisfare la maggiore domanda, cosicché si realizzarono tutte le condizioni per una rapida espansione del mercato.

Gli strumenti derivati incorporano promesse di pagamento, ferme o contingenti, basate sull'evoluzione di un attivo sottostante. Le forme tecniche più correnti sono i contratti a termine, le opzioni e gli *swaps*. Di regola, i prodotti derivati sono negoziati per il tramite di intermediari e non direttamente fra gli utilizzatori finali. I contratti sono principalmente di due tipi: quelli scambiati su piattaforme organizzate (strumenti di borsa) e quelli negoziati su base *ad hoc* da un'istituzione finanziaria particolare (strumenti OTC). I vantaggi dei primi risiedono nella maggiore liquidità e nel più basso rischio di credito; i vantaggi dei secondi nel fatto di poter essere meglio adattati

alle esigenze specifiche dell'utilizzatore e di sottostare a una regolamentazione meno stringente.

Le statistiche della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) mettono bene in evidenza la straordinaria espansione del mercato dei prodotti derivati a partire dal 1986. L'ammontare nominale delle attività sottostanti (per *futures* e opzioni su tassi d'interesse, valute e indici di borsa negoziati nei mercati organizzati) è aumentato al ritmo annuo del 25%, raggiungendo a fine 2004 la cifra di 47000 miliardi di dollari. A questa va aggiunto l'ammontare dei derivati negoziati fuori borsa, pari a oltre 248000 miliardi di dollari. Il valore lordo di mercato dei contratti rappresentava tuttavia soltanto una frazione di tale importo (9100 miliardi di dollari), mentre l'esposizione al rischio di credito risultava limitata a 2000 miliardi, grazie agli accordi di compensazione fra i partecipanti e il crescente impiego di garanzie collaterali.

Dapprima confinati alla gestione dei rischi di mercato (tassi di cambio, tassi d'interesse, quotazioni azionarie, prezzi delle materie prime), gli strumenti derivati hanno progressivamente conquistato nuovi territori. A partire dalla metà degli anni novanta essi sono parimenti utilizzati per gestire il rischio di credito. In questo caso il flusso reddituale dipende dai margini di interesse per i debitori di più bassa qualità, dalla probabilità di un fallimento o dal deterioramento del merito di credito di un mutuatario di riferimento. Nel giugno 2004 i derivati creditizi rappresentavano il 3% del mercato complessivo. Più di recente sono stati lanciati nuovi tipi di derivati, basati ad esempio, su indicatori economici, su indici demografici (*longevity bonds*) e persino su variabili meteorologiche. Le possibilità di sviluppo appaiono illimitate. È sufficiente che esista una domanda non trascurabile per un prodotto standard, che il valore dell'attivo sottostante non sia manipolabile e che lo stesso presenti proprietà statistiche che possono essere descritte attraverso modelli economici.

I rischi potenziali derivanti dall'espansione degli strumenti derivati sono stati oggetto di numerose analisi da parte delle banche centrali. Questi lavori, cui ha partecipato la Banca nazionale, hanno permesso di concludere che i prodotti derivati sono fondamentalmente benefici, in quanto consentono una migliore gestione del rischio. Nondimeno, essi hanno evidenziato anche talune carenze. Di qui le iniziative volte a limitare i rischi di regolamento e di controparte e a tenere debitamente conto di tali fattori nel calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte dell'esposizione al rischio di mercato delle istituzioni bancarie³.

3 BRI (1992b, 1994, 1995).

7.2.4 La crescente rilevanza degli investitori istituzionali

Nel corso degli ultimi venticinque anni, mentre è diminuita l'incidenza dell'intermediazione bancaria in senso stretto (depositi e crediti), altri intermediari hanno assunto un ruolo vieppiù importante nella raccolta e nell'allocazione del risparmio. Si tratta in particolare dei fondi pensione, delle società di assicurazione, delle società di investimento e dei fondi comuni di investimento. Questi investitori istituzionali esercitano oggi un'influenza considerevole sul mercato. Nel 2001 essi gestivano un volume di attività pari a 35 000 miliardi di dollari, rispetto a 14 000 miliardi nel 1990⁴. In Svizzera nel 2001 le attività amministrare dagli investitori istituzionali superavano i 1000 miliardi di franchi. La quota dei fondi pensione indipendenti ammontava allora al 49%, quella delle assicurazioni al 37% e quella delle società di investimento e dei fondi comuni al 14%.

La crescita e lo sviluppo degli investitori istituzionali hanno avuto un forte impatto sulla dimensione, sulla microstruttura e sulla capacità innovativa dei mercati finanziari. Infatti, le loro accresciute esigenze sul piano del controllo dei rischi hanno favorito lo sviluppo dell'ingegneria finanziaria. Inoltre, gli impulsi provenienti da tali operatori hanno concorso in maniera determinante a migliorare la qualità delle informazioni finanziarie, nonché la liquidità e la sicurezza dei sistemi di negoziazione e di regolamento in valori mobiliari. Gli investitori istituzionali hanno sistematicamente messo in pratica gli insegnamenti della teoria finanziaria in merito alla gestione di portafogli.

Una particolare categoria di investitori istituzionali che ha esercitato un influsso crescente sui mercati finanziari è quella dei fondi speculativi (*hedge funds*). Si tratta di veicoli di collocamento privato che perseguono varie strategie di investimento intese a ottenere un elevato tasso di rendimento assoluto. Le attività gestite dai fondi speculativi sono passate da meno di 40 miliardi nel 1990 a oltre 1000 miliardi di dollari nel giugno 2005. Gli amministratori di tali fondi godono di una grande libertà di manovra e la loro remunerazione è strettamente legata alla performance realizzata. Un'altra caratteristica dei fondi speculativi è l'intenso ricorso alla leva finanziaria. Gli *hedge funds* sono stati spesso accusati di avere un influsso destabilizzante sui mercati. All'epoca della crisi del fondo LTCM, nel 1998, la Riserva federale di New York dovette intervenire per consentire una liquidazione ordinata del fondo. In tale occasione apparve chiaro che un eccessivo grado di leva poteva comportare un rischio potenziale per il sistema finanziario. In seguito a tale

4 OCSE (1998 e 2003).

vicenda, numerose istanze, fra cui le banche centrali, analizzarono l'impatto dei fondi speculativi sui mercati dei capitali, valutando fra l'altro la necessità di una loro regolamentazione supplementare. La Banca nazionale prese attivamente parte a questi lavori. Essa era del parere che in linea generale i fondi speculativi rendono i mercati più liquidi, più efficienti e più flessibili, pur non escludendo che taluni segmenti del settore possano talvolta accentuare tendenze già in atto o provocare discontinuità, se non addirittura brusche inversioni, nell'evoluzione dei prezzi. Riguardo ai rischi per la stabilità del sistema finanziario, la Banca nazionale giudicò che il pericolo restava modesto, nella misura in cui le principali controparti creditizie dei fondi speculativi, in genere banche di investimento globali, praticavano una politica prudente e disciplinata di gestione dei rischi⁵.

7.2.5 *La globalizzazione dei mercati finanziari*

Durante gli ultimi venticinque anni si è fortemente accelerato il processo di globalizzazione dei mercati finanziari. Questa tendenza ha obbedito alla medesima logica economica che è prevalsa sui mercati dei beni e servizi. I mercati finanziari globalizzati permettono di convogliare il risparmio individuale laddove esso è maggiormente produttivo e in particolare consentono alle economie nazionali di dissociare le decisioni di risparmio e di investimento. Pur essendosi progressivamente aperti già a partire dagli anni sessanta, all'inizio degli anni ottanta i mercati finanziari rimanevano fortemente segmentati. A quell'epoca il volume globale di attività collocate all'estero equivaleva a circa il 25% del PIL mondiale, una percentuale nettamente più elevata di quella del 1960 (6%), ma che non superava di molto il livello stimato per il 1914, l'anno che segnò il culmine della globalizzazione degli inizi del ventesimo secolo. A partire dal 1980 la quota delle attività collocate all'estero è continuamente cresciuta, fino a raggiungere il 90% del PIL nel 2000⁶. Le cifre relative alla Svizzera, piccola economia aperta e piazza finanziaria per eccellenza, sono ancora più impressionanti: nel 2003 l'ammontare delle attività investite all'estero era pari al 550% del PIL, contro il 175% nel 1983. La presenza degli investitori esteri si è rafforzata ovunque. Sul mercato statunitense, ad esempio, la quota dei detentori di azioni non residenti si è triplicata fra il 1975 e il 2003, mentre quella degli obbligazionisti esteri è aumentata di 25 volte. Analogamente, nel 2000 i detentori americani di portafogli azionari investivano il 12% in titoli esteri, rispetto all'1% vent'anni prima. L'aumento,

5 Cfr. Hildebrand (2005); BNS (2005a), p. 23.

6 Cfr. Obstfeld e Taylor (2004).

seppure notevole, è comunque ben inferiore a quello che sarebbe risultato da una ottimizzazione motivata unicamente da considerazioni di rischio e rendimento. La distorsione in favore degli investimenti sull'interno (*domestic bias*) rimaneva dunque importante.

Fra i fattori che hanno favorito la globalizzazione dei mercati si possono citare in particolare i progressi tecnologici nella trasmissione e nel trattamento delle informazioni, la preminenza assunta dagli investitori istituzionali e, in Europa, la realizzazione del Mercato unico e dell'Unione monetaria. Un contributo fondamentale è altresì provenuto dall'allentamento dei vincoli legali posti ai movimenti di capitale. Nei paesi sviluppati si è comunque dovuto attendere fino ai primi anni novanta per poter assistere alla caduta delle ultime barriere che si frapponivano alla libera circolazione dei capitali. A tale riguardo la Svizzera ebbe per lungo tempo un ruolo di pioniere in Europa. Nelle economie emergenti il processo è stato più lento, e il grado di liberalizzazione raggiunto nel 2000 corrispondeva a quello osservabile vent'anni prima nei paesi sviluppati⁷. Ma dopo la crisi finanziaria asiatica del 1998 si ritenne preferibile che fossero realizzate talune condizioni di stabilità finanziaria interna prima di procedere a una completa deregolamentazione dei movimenti di capitali.

Si potrebbe pensare che il motore primo dei flussi internazionali di capitali consista nei differenti livelli nazionali di risparmio e di investimento, con le opportunità che ne derivano. In realtà, la configurazione dei flussi lordi e netti fornisce tutt'altra immagine. Infatti, sono le posizioni lorde reciproche fra i paesi sviluppati ad aver registrato la maggiore espansione, mentre le posizioni nette sono rimaste alquanto modeste. In tale contesto la Svizzera, con un volume di attività sull'estero pari al 140% del PIL, costituisce piuttosto un'eccezione. Tale dicotomia fra posizioni lorde e nette tenderebbe ad avvalorare la tesi secondo cui i movimenti internazionali di capitali sono soprattutto dovuti alla volontà degli investitori dei paesi industrializzati di diversificare i propri portafogli al di fuori delle frontiere nazionali. La preponderanza dei flussi finanziari fra paesi sviluppati ha avuto come corollario il fatto che la partecipazione dei paesi emergenti ai mercati finanziari è rimasta inferiore alla loro importanza economica. In effetti, mentre a fine 2003 tali paesi contribuivano per il 25% al PIL mondiale, le loro quote sulla capitalizzazione di borsa e sullo stock di obbligazioni in essere a livello mondiale erano rispettivamente del 13% e di meno del 6%.

7 Cfr. Miniane (2004).

7.2.6 *Le conseguenze per la stabilità dei mercati finanziari*

Ci si può domandare se l'espansione dell'attività finanziaria, la moltiplicazione degli strumenti derivati, l'emergere di nuovi intermediari finanziari e la crescente globalizzazione dei flussi di capitali abbiano reso più instabili i mercati finanziari nel corso degli ultimi decenni. In linea di principio, questi processi dovrebbero piuttosto migliorare l'efficienza dei mercati. Infatti, le famiglie e le imprese dispongono oggi di una più vasta gamma di servizi finanziari; esse sono in grado di tutelarsi contro rischi di fronte ai quali erano prima senza protezione alcuna e possono accedere più rapidamente all'informazione, che è per giunta di qualità migliore. Inoltre, la maggiore liquidità del mercato permette di assorbire operazioni più importanti senza contraccolpi sui prezzi. Dunque, tutto va per il meglio nel migliore dei mondi? In verità, le crisi finanziarie sopravvenute nel corso degli ultimi venticinque anni consigliano una certa prudenza. Dopo il 1980 vi sono stati due crack borsistici (1987 e 2000), una crisi acuta del Sistema monetario europeo (1992), nonché sei crisi importanti nelle economie emergenti. L'FMI, per parte sua, ha individuato 64 crisi bancarie e 79 crisi valutarie minori fra il 1970 e il 1980. Come conciliare questi avvenimenti con la migliore efficienza dei mercati finanziari?

Occorre anzitutto rilevare che non sempre le crisi finanziarie sono il risultato di un cattivo funzionamento dei mercati. Il prezzo di uno strumento finanziario è pari al valore attuale dei flussi monetari attesi da esso generati, per cui tale valore dipende da numerosi parametri, che possono variare in funzione delle aspettative dei soggetti economici. Non sorprende quindi che eventi impreveduti provochino una drastica correzione del prezzo di certe attività e possano così, in casi estremi, innescare una crisi finanziaria. Analogamente, l'effetto di contagio delle crisi finanziarie si spiega molto spesso con motivi di fondo (vulnerabilità ai medesimi shock, dipendenza economica) e non è necessariamente riconducibile a una reazione esagerata dei mercati. La maggiore interdipendenza che caratterizza i mercati finanziari non è dunque altro che il riflesso della maggiore integrazione delle economie nazionali.

La recrudescenza delle crisi potrebbe inoltre essere un fenomeno transitorio, tipico di un periodo di sviluppo di nuovi mercati⁸. Il corretto funzionamento del sistema finanziario si basa su una circolazione senza ostacoli dell'informazione e su un'efficace disciplina di mercato. Gli operatori economici devono familiarizzarsi con nuovi strumenti complessi e questo processo di apprendimento difficilmente avviene senza «incidenti di percorso». Nel

8 Cfr. Crockett et Cohen (2001).

promuovere la stabilità finanziaria le autorità di vigilanza devono pertanto incoraggiare l'autodisciplina del mercato e adoperarsi affinché le crisi, inevitabili, vengano risolte senza rischi sistemici.

D'altro canto, non si può escludere che la liberalizzazione dei mercati dei capitali abbia accentuato le fluttuazioni cicliche dei prezzi delle attività finanziarie. All'origine di tali cicli vi sono spesso un'ondata di ottimismo che porta a sottovalutare i rischi, una concessione troppo generosa di crediti, un'ascesa smisurata dei prezzi delle attività, un eccesso di investimenti delle imprese e un eccesso di consumo delle famiglie. Nel momento in cui le aspettative diventano più realistiche, gli squilibri vengono corretti, spesso con il risultato di una recessione economica. Dalla fine degli anni novanta, sembra che cicli simili abbiano colpito i mercati borsistici, immobiliari e obbligazionari. Il compito delle banche centrali è stato reso più arduo, poiché di regola è difficile individuare in modo tempestivo i potenziali disequilibri, senza contare che il rimedio appropriato può essere in conflitto con l'obiettivo prioritario della stabilità dei prezzi. Sebbene non debba mirare a stabilizzare direttamente i prezzi delle attività finanziarie, la Banca nazionale si basa sul principio che occorre tenere conto della loro evoluzione, se questa può avere ripercussioni sull'inflazione futura⁹.

7.3 Gli sviluppi nel settore bancario

URS W. BIRCHLER

7.3.1 *Le banche svizzere quale parte dell'economia internazionale*

Sulla scia della globalizzazione dei mercati finanziari, durante gli ultimi 25 anni si sono ulteriormente intensificate le connessioni internazionali degli istituti bancari e dei mercati dei capitali svizzeri. Nel contempo sono emersi i possibili limiti della piazza finanziaria elvetica.

La Svizzera continua ad essere un nodo nevralgico internazionale per il movimento dei capitali. Ciò si rileva dal fatto che le esportazioni lorde di fondi (raccolta da parte di prenditori esteri) hanno costantemente superato di varie volte le esportazioni nette (eccedenza della bilancia corrente). Ma se le esportazioni di capitali in termini assoluti sono ancora cresciute, è invece nettamente diminuita l'incidenza del franco svizzero sul volume totale della raccolta internazionale di fondi. Anche l'attività di emissione è in parte

9 Cfr. Roth (2002).

migrata all'estero (Londra), sebbene la BNS si sia per lungo tempo opposta a questa evoluzione, sia liberalizzando le procedure di autorizzazione per l'espatrio di capitali, sia cercando di impedire l'emissione all'estero di obbligazioni in franchi mediante l'applicazione del principio di ancoraggio (cfr. 4.7).

Nel periodo in esame le banche estere hanno ulteriormente ampliato la loro presenza in Svizzera. Il numero delle loro dipendenze – filiali giuridicamente autonome e succursali, escludendo le società finanziarie – è aumentato da 120 a 326. Ma anche le banche svizzere hanno potenziato la propria rete di sportelli al di fuori del territorio nazionale. Nel 2005 un dipendente su sei, ovvero uno su quattro nel caso delle grandi banche, lavorava all'estero. Per le banche svizzere la concorrenza internazionale ha comportato, da un lato, una diversificazione delle fonti reddituali, dall'altro, l'assoluta esigenza di incrementare costantemente l'efficienza. Entrambi i fattori sono propizi nel lungo periodo alla stabilità delle aziende bancarie. A breve termine, tuttavia, sono più volte emersi i rischi insiti nell'operare sui mercati finanziari internazionali. In certi anni le banche svizzere hanno dovuto subire cospicue perdite in settori aspramente contesi come quello dell'*investment banking*. Si sono inoltre acuiti i rischi legali, come quelli connessi a possibili infrazioni della normativa nazionale in materia di ammissione al listino ufficiale o di acquisizioni societarie.

Nel quarto di secolo trascorso il coinvolgimento internazionale delle banche svizzere si è ancora fortemente accresciuto anche in termini di posizioni creditorie e debitorie sull'estero. La quota delle attività esterne sul totale di bilancio è salita dal 38% al 65%; quella delle passività dal 32% al 59%. In queste cifre non sono compresi i fondi in amministrazione fiduciaria – provenienti in gran parte dall'estero e impiegati interamente all'estero – che in quanto investimento esente da imposta alla fonte hanno costituito un'attraente alternativa, soprattutto in periodi di elevati tassi d'interesse, rispetto ai depositi a termine assoggettati a ritenuta fiscale. Il volume dei fondi fiduciari ha corrisposto in media a un sesto del totale di bilancio, ma durante la fase di alti tassi d'interesse dei primi anni novanta esso è salito per un certo tempo a oltre un quarto.

In gran parte l'investimento di attività all'estero è rimasto confinato ai paesi industriali. Per questa ragione le banche svizzere hanno mostrato una maggiore resilienza di fronte alle crisi delle economie asiatiche e latino-americane nella seconda metà degli anni novanta, nei confronti delle quali le attività ammontavano soltanto al 3% (Sud-Est asiatico) e all'1% (America latina).

7.3.2 *La crisi sul mercato interno ...*

La prima metà degli anni novanta ha rappresentato per le banche svizzere il periodo più difficile dell'ultimo quarto di secolo, se non addirittura dagli anni trenta¹⁰. I problemi che sfociarono nella crisi si erano accumulati gradatamente. Anzitutto, per lungo tempo le banche avevano limitato la concorrenza sul mercato interno mediante numerosi accordi di cartello con il beneplacito della Associazione svizzera dei banchieri (ASB). Verso la fine degli anni ottanta tali accordi vennero sciolti, in parte volontariamente, in parte sotto la pressione della Commissione della concorrenza, nonché in seguito a una decisione del Dipartimento federale dell'economia, suffragata anche dal Tribunale federale¹¹. Le banche meno redditizie, che avevano potuto sopravvivere giusto in virtù di tali accordi, vennero così a trovarsi in difficoltà.

Inoltre, nella seconda metà degli anni ottanta il surriscaldamento congiunturale e i bassi tassi d'interesse avevano determinato un'ascesa eccessiva dei prezzi degli immobili. Quelli delle case unifamiliari, ad esempio, erano raddoppiati fra il 1980 e il 1990. Il boom immobiliare era al tempo stesso causa ed effetto di una forte espansione del credito bancario: da un lato, l'incremento di valore degli immobili consentiva ai proprietari di ottenere maggiori finanziamenti; dall'altro, l'erogazione addizionale di prestiti alimentava la domanda di immobili e quindi l'ascesa dei prezzi. Negli anni dal 1988 al 1991 il volume del credito aumentò a tassi di due cifre. In seguito all'orientamento restrittivo di politica monetaria adottato dalla BNS (cfr. 4.3.2), nel 1991 i prezzi degli immobili ridiscesero di circa il 20% e i crediti bancari cessarono praticamente di crescere.

In molti casi le banche non furono in grado di traslare sui loro debitori i costi crescenti di rifinanziamento, nonostante una struttura equilibrata delle scadenze. Molti mutuatari, e in particolare i proprietari degli immobili acquistati verso la fine del boom, erano presi nella morsa dei più alti interessi passivi e di una diminuzione congiunturale dei redditi. Di conseguenza, nei bilanci bancari crebbe fortemente la quota dei crediti in sofferenza. Secondo stime della Commissione federale delle banche (CFB) negli anni 1991–1996 le aziende di credito svizzere dovettero ammortizzare complessivamente l'8,5% del portafoglio prestiti. Durante quel periodo le grandi banche subirono perdite pari al 10% degli impieghi creditizi, perdite che poterono tuttavia essere compensate con i proventi realizzati in altre aree, segnatamente le operazioni

10 Per un raffronto della crisi in Svizzera con quelle di altri paesi industriali cfr. BRI (2004), pp. 43–48.

11 DTF 117 Ib 481 (25 ottobre 1991).

all'estero. Le banche cantonali e regionali dovettero ammortizzare circa il 5% dei prestiti in essere. I più colpiti furono gli istituti regionali, fortemente dipendenti dall'attività creditizia sull'interno. Per contro, ne sortirono quasi indenni le Casse Raiffeisen, organizzate su base cooperativa e specializzate in ipoteche di primo rango nelle zone rurali del Paese.

Per i motivi suddetti l'episodio passò alla storia come «crisi delle banche regionali». Il primo dissesto fu quello della Spar+Leihkasse Thun (S+L Thun), una banca regionale di media grandezza con un totale di bilancio dell'ordine di 1 miliardo di franchi. La CFB ne decise la chiusura nell'ottobre 1991 per problemi di rifinanziamento e sospetto eccesso di debiti, destando non poco sconcerto nell'opinione pubblica. Questo provvedimento determinò una situazione inconsueta per la Svizzera. Da un lato, la banca aveva poco tempo prima presentato una richiesta di moratoria presso il competente tribunale cantonale. La richiesta era stata accolta, con la conseguenza che sia un curatore del tribunale sia un liquidatore della CFB potevano adottare disposizioni; spettò infine al Tribunale federale chiarire il rapporto fra le due istanze¹². Dall'altro, in occasione del pagamento di una prima rata ai creditori si formarono lunghe code agli sportelli della banca. E la televisione diffuse in tutto il mondo immagini che richiamavano alla mente gli anni trenta.

Nei mesi seguenti numerose altre banche regionali vennero a trovarsi in difficoltà. A differenza delle grandi banche e dei maggiori istituti cantonali, esse non beneficiavano di redditi provenienti da altre aree operative che potessero compensare le perdite nel comparto ipotecario e del finanziamento immobiliare. Quelle più a rischio erano le aziende bancarie cresciute rapidamente sull'onda del boom immobiliare, che avevano operato un vaglio meno severo dei loro debitori e che dovevano rifinanziare i crediti concessi con depositi a termine, anziché mediante conti di risparmio relativamente meno onerosi. Fra il 1991 e il 1996 scomparve dalla scena oltre la metà delle circa 180 banche regionali esistenti. La Spar+Leihkasse Thun restò tuttavia l'unico vero caso di insolvenza con perdite per i creditori. Gli altri intermediari in difficoltà furono per lo più assorbiti da grandi banche o da banche cantonali.

7.3.3 ... e il suo superamento

L'ordinato superamento dei problemi fu anche frutto di un'appropriata gestione della crisi. Allorché in seguito alla chiusura della S+L Thun andò sempre più peggiorando la situazione nel settore delle banche regionali, venne creato sotto l'egida della CFB un «Comitato straordinario banche regionali»

12 Cfr. DTF 117 III 83 (18 dicembre 1991) e DTF 119 III 37 (20 gennaio 1993).

nel quale sedevano, accanto agli esponenti di importanti banche, anche la ASB e la Banca nazionale.

In un primo tempo la CFB e la BNS sostennero punti di vista differenti: la prima, responsabile della vigilanza sulle singole istituzioni, temeva che sotto l'impatto del crescente numero di casi problematici sarebbe scoppiata una crisi di fiducia nel sistema bancario dagli effetti potenzialmente devastanti. Essa propugnava quindi un aiuto finanziario alle banche regionali ad opera della Banca nazionale o della Confederazione. La BNS era invece dell'avviso che non si fosse in presenza di una crisi sistemica. A fine 1991 l'incidenza delle banche regionali sul totale di bilancio dell'intero settore bancario svizzero ammontava soltanto all'8,3%. E poiché la maggioranza di tali istituti era ancora sana, la quota delle aziende veramente in pericolo scendeva a meno del 3%. Inoltre, la Banca nazionale temeva che un coinvolgimento dell'autorità pubblica nella risoluzione della crisi avrebbe creato un pericoloso precedente. Essa era per un approccio basato sui meccanismi di mercato; al tempo stesso, fece chiaramente intendere che le banche solvibili avrebbero potuto contare su un sostegno di liquidità. In seno al Comitato straordinario vennero discusse varie modalità concrete di soluzione. Già nel 1991 le banche proposero la creazione di una società di salvataggio per le banche minacciate, al cui capitale di rischio avrebbero dovuto contribuire la Confederazione e i Cantoni. Un altro modello prevedeva una società di liquidazione, che avrebbe dovuto acquisire le banche solvibili ma senza prospettive di sopravvivenza nel più lungo periodo. La società sarebbe stata finanziata dalle banche, ma avrebbe ugualmente beneficiato di garanzie della Confederazione.

La Banca nazionale respinse per principio i progetti che implicavano una partecipazione finanziaria dei poteri pubblici ai rischi bancari. Essa era invece interessata a una soluzione rapida e chiara, data l'ormai scarsa fiducia del pubblico nelle banche regionali: le statistiche in suo possesso indicavano che dopo la chiusura della S+L Thun era in atto un deflusso di fondi da tali istituti. La BNS era pronta, nella veste di prestatore di ultima istanza, ad apportare se necessario un sostegno di liquidità alle banche solvibili. A metà 1992 mise a disposizione un importo di 30 milioni di franchi per il rifinanziamento di un fondo di crisi costituito dall'ASB. Inoltre, presentò un piano in tre fasi che prevedeva una chiara discriminante:

- applicazione dei requisiti patrimoniali sulla base di valutazioni correnti;
- chiusura delle banche non in grado di ottemperare ai requisiti patrimoniali entro un termine stabilito;
- garanzia di liquidità per tutte le banche che avessero soddisfatto i requisiti.

Anche il Comitato straordinario affrontò il problema della liquidità. Esso valutò le possibilità di assistenza conciliabili con la definizione legale allora restrittiva dei titoli stanziabili. L'opzione più importante, ossia un'erogazione di credito attraverso la Banca di Obbligazioni degli istituti ipotecari svizzeri, sarebbe stata conforme al disposto della legge sulla Banca nazionale, ma si dimostrò difficilmente compatibile con i compiti del predetto istituto. Di conseguenza, il Comitato straordinario valutò, assieme al Dipartimento federale delle finanze (DFF), se e in che modo fosse attivabile lo strumento legale della proroga delle scadenze. Nel gennaio 1993 la crisi toccò il culmine: era imminente la pubblicazione dei risultati sul trascorso esercizio e per molte banche si prospettavano cifre negative. Vi era così da temere un'ulteriore – e forse decisiva – perdita di fiducia nei confronti delle banche regionali.

Il Comitato straordinario riuscì tuttavia, con l'aiuto delle banche, a trovare soluzioni per i singoli casi problematici e ciò permise di riguadagnare gradualmente la fiducia del pubblico. La CFB facilitò l'acquisizione delle aziende in difficoltà riducendo temporaneamente i requisiti di capitale proprio per gli immobili di proprietà delle banche (anche se acquisiti da debitori insolventi). In definitiva non venne creata alcuna società di salvataggio o di liquidazione, né fu attuato il piano in tre fasi della Banca nazionale. Anche la proroga delle scadenze si rivelò non necessaria.

7.3.4 *Consolidamento e concentrazione*

Il settore bancario aveva dunque saputo gestire in modo sostanzialmente autonomo i problemi delle banche regionali. Le aziende sane si consociarono più strettamente nella Associazione delle banche regionali e ne riformarono l'assetto organizzativo. Alla Holding delle banche regionali svizzere (RBA-Holding), costituita nel 1994, aderirono due terzi degli istituti della categoria. Diverse banche regionali minacciate vennero acquisite o si fusero fra di loro, anche se le nuove entità, come la Neue Emme Bank o la Seeland Bank, non sempre si dimostrarono capaci di sopravvivere. Pertanto, la maggior parte delle aziende in difficoltà finì per confluire nelle grandi banche o, in minor misura, nelle banche cantonali. In tale contesto il Comitato straordinario contribuì in modo determinante al tempestivo scambio di informazioni e alla ricerca di soluzioni praticabili.

Un'eccezione fu quella della Banque Vaudoise de Crédit (BVC), la seconda banca regionale per ordine di grandezza allo scoppio della crisi. Nel dicembre 1993 il Cantone ne scongiurò, con una garanzia, l'incipiente chiusura da parte della CFB per constatato sovraindebitamento e la integrò nella Banque Cantonale Vaudoise. Soltanto un mese prima la CFB, sulla base del rapporto dei

revisori dei conti, non aveva espresso alcuna riserva sulla continuazione della BVC. Il caso in questione confermò alla Banca nazionale come fosse difficile giudicare nel breve periodo la solvibilità, e quindi il merito di credito, di una banca minacciata.

Anche le banche cantonali non uscirono del tutto indenni dalla crisi. Alcune di esse incontrarono seri problemi o dovettero addirittura essere risanate con l'impiego di denaro pubblico. La maggiore perdita, di 3 miliardi di franchi, fu quella subita agli inizi degli anni novanta dalla Banca cantonale di Berna, che nel 1991 si era fusa con la Hypothekarkasse des Kantons Bern. Anche nel Cantone di Ginevra e nel Cantone di Vaud erano esistiti due istituti cantonali che si erano fusi nei primi anni novanta per poi finire in cattive acque. La Banca cantonale di Soletta, parimenti in difficoltà finanziarie, venne acquisita nel 1995 dalla Società di Banca Svizzera con l'aiuto di sussidi cantonali e passò quindi come SoBa alla Basilese assicurazioni. All'inizio del 1997 la Banca cantonale di Appenzello esterno fu assorbita dall'Unione di Banche Svizzere. Nel periodo 1990–1998 il numero delle banche cantonali si ridusse così da 29 a 24.

La crisi mise in evidenza l'inadeguatezza di certi strumenti legali come la moratoria bancaria e la proroga delle scadenze¹³. Ciò condusse a una revisione della legge sulle banche in materia di risanamento, liquidazione e tutela dei depositanti (cfr. capitoli 11–13), che peraltro entrò in vigore soltanto a metà 2004. Lo scopo era, da un lato, di snellire le procedure e sancire la supremazia della CFB in caso di crisi, dall'altro di facilitare il risanamento di una banca in pericolo, prima non previsto dalla normativa. Anche la procedura di liquidazione venne modificata. Infine, la legge armonizzò meglio la protezione dei depositanti in caso di risanamento o liquidazione (privilegio concorsuale in favore dei primi 30 000 franchi per ciascun depositante) con l'anticipo previsto nel quadro della convenzione ABS per la tutela dei depositanti.

La Banca nazionale partecipò fin dall'inizio alla revisione legislativa condividendo la finalità di offrire una migliore protezione ai piccoli creditori. Essa si adoperò in particolare per una regolamentazione del risanamento che permettesse in caso di necessità di riequilibrare prontamente – al limite in situazione di continuità operativa – il bilancio di una banca. Le nuove disposizioni di legge¹⁴ attribuiscono alla CFB un'ampia discrezionalità nella formulazione del piano di risanamento; come ultima ratio permettono addirittura

13 Cfr. Zulauf (1998a).

14 Cfr. Zulauf (1998b), Birchler e Egli (2003).

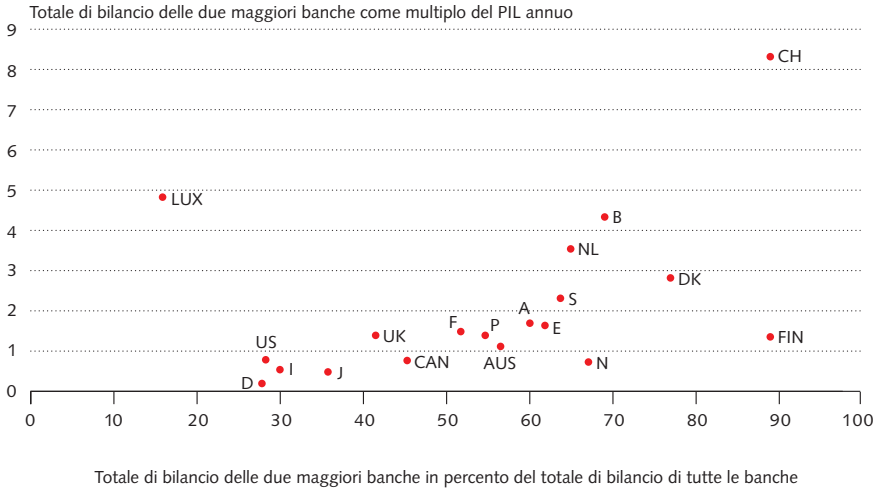
la trasformazione forzata di debito in capitale proprio. Ciò facilita un rapido risanamento anche senza il ricorso al settore pubblico. Giacché in tal modo la CFB viene a disporre di un efficace strumentario per ripristinare la solvibilità di una banca, la Banca nazionale può assolvere meglio la sua funzione di prestatore di ultima istanza per le banche non sovraindebitate.

Sebbene durante la crisi le grandi banche avessero agito da forza stabilizzante, esse dovettero fare i conti – oltre che con le proprie perdite nel settore immobiliare – con altri problemi irrisolti. Fra questi vi era la ricerca della struttura e dimensione giusta. Il Credito Svizzero modificò a più riprese la propria organizzazione. Dapprima creò una società holding, la CS Holding (divenuta poi Credit Suisse Group) nella quale vennero incorporate due delle cinque grandi banche: nel 1990 fu acquisita la Bank Leu, fino allora indipendente, e nel 1993 la Banca Popolare Svizzera, che soffriva di problemi analoghi a quelli delle banche regionali e per giunta aveva subito perdite nel comparto dei metalli preziosi. In seguito la Banca Popolare passò integralmente al Credito Svizzero. Nel 1994 la CS Holding acquisì la Neue Aargauer Bank, all'epoca la maggiore banca regionale della Svizzera. Nel 1997, conformemente alla tendenza allora prevalente all'integrazione fra banche e compagnie di assicurazione in gruppi polifunzionali (bancassicurazione), incorporò la Winterthur Assicurazioni. Con lo scoppio della bolla speculativa dei titoli informatici, nel 2000, molte società di assicurazione, fra cui la Winterthur, subirono cospicue perdite nel ramo previdenziale. Inoltre, anche il Credit Suisse First Boston, il braccio *investment banking* di Credit Suisse Group, fece registrare due risultati di gestione negativi. Il gruppo chiuse pertanto l'esercizio 2000 con una pesante perdita. Ciò suscitò un diffuso clima di incertezza ed evidenziò come il compito della Banca nazionale in quanto prestatore di ultima istanza non fosse meramente teorico.

L'Unione di Banche Svizzere si fuse nel 1998 con la terza grande banca rimasta, la Società di Banca Svizzera, dando luogo all'UBS, l'istituto bancario svizzero di gran lunga maggiore per dimensioni. La fusione era stata preceduta da una lunga battaglia per il controllo dell'Unione di Banche Svizzere, nella quale aveva avuto un ruolo importante il Gruppo BZ, titolare di una partecipazione rilevante, nato dalla BZ Bank fondata nel 1985. Il gruppo tuttavia non riuscì – anche a causa di limitazioni del diritto di voto – ad avere la meglio, ma le connesse dispute legali vincolarono temporaneamente la capacità d'azione della direzione dell'Unione di Banche Svizzere.

Negli ultimi 25 anni è notevolmente cresciuto il peso di ambedue le grandi banche, sempre più orientate in senso internazionale, in relazione sia al settore bancario sia all'intera economia svizzera. Il totale di bilancio dei due istituti

Figura 7.1
Importanza economica delle due maggiori banche in 19 paesi industriali
 (totale di bilancio a fine 2002)



Fonti: Rime (2005). OCSE (2002). UST (2005). BNS (2005b).

era pari nel 1982 a un terzo di quello del settore bancario, ed equivaleva all'incirca al prodotto interno lordo (PIL), ossia alla creazione di valore aggiunto in un anno. Nel 2000 le due maggiori banche totalizzavano assieme il 90% della cifra di bilancio complessiva del settore bancario, con un ammontare corrispondente a otto volte il valore aggiunto annuo dell'economia elvetica. Come illustra la figura 7.1, la situazione in Svizzera si discosta fortemente da quella degli altri paesi industriali. Pertanto, la Svizzera è come pochi altri confrontata alla sfida di preservare la stabilità del sistema bancario, un bene estremamente prezioso. Il ripristino della stabilità sistemica in caso di crisi andrebbe ben oltre le possibilità del settore pubblico. Ciò spiega perché essa abbia assunto una così grande rilevanza agli occhi della Banca nazionale.

7.3.5 *Il banchiere: consulente finanziario, prestatore di fondi o operatore in rischi?*

Anche il mestiere del banchiere è fortemente cambiato nel corso degli ultimi 25 anni. Un'area operativa tradizionale delle banche svizzere a vocazione internazionale è la gestione di patrimoni per clienti privati (*private banking*). Tale attività, pur continuando a prosperare e a costituire la maggiore fonte reddituale, si è trasformata da una «riserva di caccia» delle banche svizzere in

un mercato conteso a livello internazionale. Gli investitori istituzionali, interessati soprattutto a incrementare il valore del loro patrimonio, hanno in misura crescente soppiantato la clientela privata, principalmente attenta alla discrezione. Il segreto bancario ha pertanto perso di importanza come fattore di attrattiva della piazza elvetica. Le banche svizzere hanno così cercato di rimanere competitive puntando sull'elevata professionalità nella gestione dei portafogli e approssimandosi alla clientela mediante una più diffusa presenza all'estero. Infine, è andata progressivamente scomparendo la figura tradizionale del banchiere privato responsabile in prima persona, mentre vari istituti di proprietà familiare si sono aperti a una base azionaria più allargata.

Durante i passati 25 anni ha assunto un'importanza crescente, quanto meno per le banche attive a livello internazionale, il commercio di prodotti finanziari concepiti *ad hoc* per imprese e grandi investitori. A questo ambito appartiene l'attività svolta a sostegno delle società che intendono accedere alla quotazione ufficiale (IPO). Infine, gli istituti creditizi sono divenuti operatori professionisti nella negoziazione del rischio, impiegando in misura crescente a questo fine metodologie matematiche e statistiche, la cui importanza è stata riconosciuta anche dalle autorità di vigilanza. Infatti, fin dal 1995 le linee guida del Comitato di Basilea, recepite anche dalla Svizzera, permettono alle banche di misurare i propri rischi di mercato sulla base di modelli interni.

7.3.6 La sfida chiamata regolamentazione

Dopo il 1982, se da un lato è proseguita la tendenza alla deregolamentazione dei mercati finanziari, che ha posto fine ai tradizionali interventi nel mercato da parte dell'autorità pubblica nonché agli accordi privati contrari alla libera concorrenza, dall'altro si è andata intensificando la ricerca di opportune regole di vigilanza prudenziale. In virtù della stretta collaborazione con la CFB, la Banca nazionale è stata anch'essa partecipe di questo processo.

Una tendenza delineatasi nell'ambito della vigilanza bancaria è stato l'ampliamento delle finalità di tutela. Se nelle prime leggi bancarie, ancora cantonali, al centro dell'attenzione vi era stata originariamente la protezione dei piccoli depositanti (come appare dal fatto che fino al 1993 il privilegio nel fallimento riguardava i soli depositi a risparmio), in seguito l'interesse della vigilanza si è volto alla totalità dei creditori e, infine, alla continuità gestionale della banca *tout court*. Di conseguenza, negli ultimi decenni i requisiti patrimoniali sono divenuti il principale pilastro della regolamentazione bancaria. Al tempo stesso, è cambiata la loro motivazione: fino al 1975 il patrimonio prescritto era collegato al totale delle *passività* di una banca; esso veniva infatti visto come un «cuscinetto» inteso a proteggere i creditori in caso

di dissesto dell'istituzione. Ma già alla metà degli anni settanta, nell'ordinanza sulle banche – in contrasto con la lettera della stessa legge sulle banche – i requisiti patrimoniali erano definiti come quota percentuale delle varie attività. Ciò rifletteva la mutata concezione del capitale proprio, secondo cui questo doveva rispecchiare adeguatamente i rischi correnti, non da ultimo per evitare incentivi distorti. Il nuovo accordo sui requisiti patrimoniali minimi siglato nel 2005 dai paesi industriali («Basilea 2») costituisce lo sviluppo ulteriore e coerente di tale concezione.

L'ampliamento delle finalità di tutela non si è limitato al più ristretto ambito della vigilanza bancaria. La legge sulle borse (LBVM) del 1995 ha esteso il diritto di protezione agli investitori, ponendo così il problema della regolamentazione dei gestori di patrimoni e finanche dei consulenti finanziari. Un'ulteriore questione, della quale si è parimenti occupata la Banca nazionale, concerneva infine l'organizzazione più appropriata della vigilanza dei vari operatori del mercato.

L'internazionalizzazione dell'attività bancaria rendeva necessaria una stretta collaborazione sopranazionale fra le banche centrali e le autorità di vigilanza. Durante l'ultimo quarto di secolo il più importante consesso a tale riguardo è stato il Comitato di Basilea, creato già nel 1974 dai governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci (e noto come Comitato Cooke). Accanto ad esso operano due altri gruppi, ossia il Comitato per il sistema finanziario globale (già Comitato permanente sull'euromercato) e il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento. Tutti e tre i comitati si riuniscono a Basilea sotto l'egida della Banca dei regolamenti internazionali (BRI). Il Comitato di Basilea collabora con gli organi omologhi per la vigilanza sul mercato mobiliare (*International Organization of Securities Commissioners*, IOSCO) e sul settore assicurativo (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) e intrattiene stretti contatti con gli esperti contabili internazionali (*International Accounting Standards Board*, IASB). La Banca nazionale è stata presente fin dall'inizio nei tre comitati e ha partecipato attivamente ai loro lavori.

Nel 1983 il Comitato di Basilea pubblicò un Concordato sulla collaborazione internazionale delle autorità di vigilanza in caso di crisi. Il documento definiva per la prima volta i criteri per una corretta vigilanza su base consolidata da parte delle autorità del paese di origine di una banca, nonché i doveri delle autorità del paese ospitante nella supervisione delle dipendenze locali di un gruppo bancario. Scopo del Concordato era quello di assicurare che nessuna azienda bancaria si sottraesse alla vigilanza consolidata.

Durante gli anni ottanta le banche attive internazionalmente si trovarono a operare con una base di capitale sempre più esigua; in particolare le banche

giapponesi si espansero con estrema rapidità (per un certo tempo otto delle dieci maggiori banche del mondo erano giapponesi). Di fronte a tale evoluzione, nel 1988 il Comitato di Basilea pubblicò un Accordo sui coefficienti patrimoniali, in cui si raccomandava che le banche attive a livello internazionale detenessero un ammontare di fondi propri non inferiore all'8% delle attività ponderate per il rischio. La raccomandazione trovò riconoscimento non soltanto nei paesi industriali, bensì anche su scala mondiale e, in varia misura, venne applicata concretamente. In seguito, l'Accordo fu ampliato per comprendervi le operazioni fuori bilancio e i rischi di mercato.

Infine, nel 2004, a conclusione di un pluriennale lavoro, il Comitato emanò il già citato nuovo Accordo sui coefficienti patrimoniali minimi. Suo elemento essenziale è il principio dei tre pilastri (requisiti patrimoniali, controllo prudenziale e disciplina di mercato). Per il calcolo dei requisiti patrimoniali sono previste varie opzioni. In particolare, le banche possono scegliere fra un metodo standard (un'elaborazione dell'Accordo del 1983) e un metodo basato sulle misure interne del merito di credito delle controparti (*Internal Ratings Based Approach*). Le banche che applicano metodi più perfezionati per la misurazione del rischio beneficiano di una riduzione dei coefficienti. La Banca nazionale ha partecipato, assieme alla CFB, ai lavori per la stesura di Basilea 2. Ambedue le istanze hanno accolto con favore l'adozione di requisiti patrimoniali commisurati al rischio, ma nel contempo hanno messo in guardia contro il pericolo di un assottigliamento della base di capitale nell'attività bancaria internazionale. Esse non sono peraltro riuscite a far accogliere la proposta di introdurre un coefficiente patrimoniale esplicito anche a fronte del rischio di tasso d'interesse.

Le crisi bancarie in varie economie emergenti hanno indotto il Comitato di Basilea a emanare i Principi fondamentali per un'efficace vigilanza (1997). A questo scopo il Comitato ha lavorato in stretta collaborazione con i supervisori dei paesi esterni al G10, dando così in parte seguito al desiderio espresso dal Fondo monetario che le sue raccomandazioni, essenzialmente rivolte alla politica monetaria e fiscale, trovassero adeguato sostegno dal lato della stabilità finanziaria. Per ragioni analoghe il Fondo monetario internazionale (FMI) ha avviato il *Financial Sector Assessment Program*, progetto al quale la Svizzera è stata uno dei primi paesi ad aderire nel 2001. Al fine di migliorare il coordinamento fra i vari consessi, nel 1999 il G7 ha infine fondato il Forum per la stabilità finanziaria, con sede presso la BRI, in cui sono rappresentati anche l'FMI, la Banca mondiale e il Comitato di Basilea. La Svizzera, in quanto paese prestatore internazionale di fondi, non è stata ammessa nel Forum, essendo stata data priorità ai maggiori paesi debitori.

Nonostante tutte queste iniziative, rimangono ancora irrisolte importanti questioni in merito alle competenze internazionali nelle situazioni di crisi. Ad esempio, in caso di dissesto di una banca con dipendenze situate in diversi paesi, si pone tuttora il problema del tribunale nazionale competente e del diritto applicabile nelle procedure di risanamento, di preparazione alla chiusura, di chiusura e di liquidazione. Resta inoltre da chiarire quali attività patrimoniali spettino ai differenti creditori. In caso di crisi, fra le giurisdizioni che considerano i vari componenti del patrimonio come un'entità unica (*Single Entity Approach*) e quelle che tendono a separare le attività e passività nazionali dalle altre parti della banca (*Separate Entity Approach*) sorgono quasi inevitabilmente conflitti capaci di pregiudicare una soluzione efficace del problema. Mentre la Svizzera, con la succitata revisione del diritto concorsuale bancario, dispone a livello nazionale di uno strumentario legale moderno, sul piano internazionale non vi è consenso sulla ripartizione delle competenze e degli averi patrimoniali. È questo un problema certo complesso, ma importante, che attende di trovare una soluzione.

7.4 La Banca nazionale come prestatore di ultima istanza

DANIEL HELLER E HANS KUHN

7.4.1 Introduzione

Una delle funzioni classiche delle banche è la cosiddetta trasformazione delle scadenze, consistente nel raccogliere fondi a breve e nel prestarli a più lungo termine. Tale asimmetria di scadenza fra provvista e impieghi può far sì che una banca venga a trovarsi in una stretta di liquidità, allorché i depositanti ritirano i propri averi più rapidamente del previsto. Ciò accade in particolare quando viene meno la fiducia dei clienti nei confronti dell'istituzione.

Il prestare soccorso alle banche in tale situazione critica rientra fra i compiti tradizionali di una banca centrale. Questa funge così da «prestatore di ultima istanza», termine che ricalca l'espressione inglese *lender of last resort*¹⁵. Con tale apporto di liquidità essa mira ad evitare inutili chiusure di banche e reazioni a catena indotte dal panico. L'istituto di emissione assolve questo compito in quanto unica istituzione in grado di creare illimitatamente moneta (della banca centrale).

15 Negli ultimi anni si tende a parlare non soltanto di *lender of last resort*, bensì anche di *emergency liquidity assistance*.

Già nel diciannovesimo secolo Henry Thornton e Walter Bagehot avevano elaborato gli elementi essenziali del modello classico di prestatore di ultima istanza¹⁶. Bagehot indicò cinque principi cui dovrebbe attenersi una banca centrale in caso di crisi di liquidità e che ancora oggi costituiscono per molte banche centrali le pietre angolari della funzione di prestatore di ultima istanza:

- la concessione di credito deve essere generosa;
- la disponibilità a una concessione di credito generosa deve essere chiaramente notificata in anticipo;
- solo i prenditori solvibili devono poter beneficiare dell’apporto di liquidità;
- la concessione di credito deve avvenire soltanto dietro deposito di adeguate garanzie;
- il credito deve essere accordato al tasso d’interesse vigente prima della crisi.

7.4.2 *Ambiguità costruttiva*

Un problema noto dall’economia delle assicurazioni è il cosiddetto *moral hazard*. Esso sussiste quando la stipulazione di una polizza assicurativa influisce sul comportamento futuro dell’assicurato. Con ciò si intende l’influsso sul comportamento prodotto dal fatto di aver stipulato una polizza assicurativa. Il sapere che in caso di sinistro non dovrà sopportare tutti i costi dell’evento può indurre l’assicurato a comportarsi in modo meno prudente. In riferimento al concetto di credito di ultima istanza, ciò significa che le banche tendono ad assumere maggiori rischi allorché sanno di poter contare all’occorrenza su un sostegno di liquidità della banca centrale.

Per questo motivo, per lungo tempo le banche centrali hanno preferito lasciare allo scuro gli operatori di mercato circa il loro comportamento in caso di crisi e non rivelare in anticipo le loro strategie¹⁷. Questo approccio, che contraddice il secondo principio di Bagehot, veniva descritto come «ambiguità costruttiva». L’espressione deriva dal linguaggio diplomatico e si riferisce al fatto che, su punti particolarmente controversi, i negozianti ricorrono talora a formulazioni ambigue allo scopo di giungere quanto meno alla risoluzione di problemi parziali.

In epoca più recente, giudicando che il *moral hazard* connesso con il sostegno di liquidità sia divenuto relativamente poco importante, le banche centrali hanno in genere abbandonato la strategia dell’ambiguità costruttiva.

¹⁶ Cfr. Thornton (1802) e Bagehot (1873). Cfr. anche I.8.

¹⁷ Cfr. George (1993), p. 9.

È anzi prevalsa la convinzione che una maggiore trasparenza circa le condizioni alle quali verrebbe apprestato un sostegno straordinario di liquidità rappresenti la strategia economicamente più appropriata.

7.4.3 *La politica della BNS al tempo della vecchia legge sulla Banca nazionale*

Nell'ultimo quarto di secolo la BNS si è più volte espressa sul modo in cui intendeva il proprio ruolo di prestatore di ultima istanza. Nel 1987 il vicepresidente della Direzione generale Markus Lusser sottolineò come rientrasse fra i compiti della BNS il contribuire alla stabilità del sistema finanziario¹⁸. Durante la crisi delle banche regionali, agli inizi degli anni novanta, ancora Lusser indicò gli elementi fondamentali della politica di credito di ultima istanza della BNS¹⁹. Il primo di tre principi consisteva nel fatto che la Banca nazionale avrebbe apprestato un sostegno straordinario di liquidità solo contro il deposito delle garanzie prescritte dalla legge. Poiché la legge sulla Banca nazionale del 1953 stabiliva la gamma dei valori stanziabili in base a molteplici criteri²⁰, il margine di manovra della BNS risultava alquanto limitato. Qualora un'istituzione richiedente un sostegno straordinario di liquidità non disponesse di sufficienti attività stanziabili, la Banca nazionale avrebbe potuto acconsentire alla richiesta solo in forza di una base giuridica particolare (ordinanza urgente del Consiglio federale). Il secondo principio statuiva che la BNS avrebbe concesso il sostegno di liquidità solo a banche solvibili. Questa limitazione era motivata dal fatto che in caso di fallimento la BSN non voleva trovarsi esposta alla critica di aver ridotto la massa fallimentare a scapito dei creditori della banca con l'acquisizione di garanzie. Inoltre essa non intendeva contribuire, mediante il sostegno di liquidità, alla conservazione di strutture non più vitali. Il terzo e ultimo principio recitava che nessuna istituzione aveva un diritto generale a ottenere un sostegno straordinario di liquidità. In altri termini, la BNS si riservava esplicitamente il diritto di decidere discrezionalmente caso per caso.

La politica definita da Markus Lusser coincideva in due punti – il requisito della solvibilità e la costituzione di garanzie – con le raccomandazioni di Bagehot. Nessuna indicazione era data quanto al tasso di interesse applicabile, né veniva precisato, in linea con la politica di «ambiguità costruttiva» allora prevalente, in che modo la BNS intendesse svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza nella realtà concreta.

18 Cfr. Lusser (1987), p. 9.

19 Cfr. Lusser (1993), pp. 14 segg.

20 Natura e oggetto delle operazioni consentite; emittenti delle attività; scadenza delle attività; cfr. art. 14 vLBN.

7.4.4 *La funzione di prestatore di ultima istanza secondo la nuova legge*

Fra il 2002 e il 2004 la Banca nazionale sottopose a un riesame approfondito il proprio approccio al credito di ultima istanza. Una delle motivazioni era il crescente disagio nei riguardi della strategia seguita fino ad allora. In particolare, la BNS aveva varie ragioni per ritenere che le attese del mercato non collimassero più con la propria rappresentazione del ruolo in questione e con il relativo quadro giuridico. A suo giudizio questa discrepanza era problematica e doveva quindi essere corretta. La BNS giunse alla conclusione che il *moral hazard* sarebbe stato relativamente irrilevante se la banca centrale avesse sì lasciato sperare in un sostegno di liquidità, ma unicamente contro l'apporto di adeguate garanzie. Certo, non si poteva escludere che la disponibilità del credito di ultima istanza avrebbe indotto le banche a detenere meno risorse liquide e ad assumere così maggiori rischi di liquidità. Ma, da un lato, la normativa vigente prescriveva già un coefficiente minimo di attività liquide; dall'altro, il potenziale pericolo andava soppesato a fronte dei costi risultanti da una chiusura non necessaria di banche e della connessa distruzione di valore. A ciò si aggiungeva la considerazione che una banca centrale è in grado di generare liquidità a costi marginali molto bassi, potendo senza problemi e in misura illimitata trasformare le garanzie in base monetaria.

La BNS continuava a basarsi sul presupposto che in via primaria le banche avrebbero cercato di superare attraverso il mercato gli eventuali problemi di liquidità. Al tempo stesso, essa non escludeva però la possibilità di cosiddetti «fallimenti» del mercato o di errate valutazioni da parte dello stesso, riconducibili al fatto che i creditori dispongono di minori informazioni sulla solvibilità di un'istituzione rispetto all'organo di vigilanza e all'istituzione medesima (fenomeno noto come asimmetria informativa). In particolare, al diffondersi di voci allarmistiche che favoriscono comportamenti gregari, i creditori si affrettano a ritirare i propri averi. In tali circostanze anche le assicurazioni dei depositi spesso offrono soltanto una protezione limitata, dato che molte passività di una banca non sono nei confronti di depositanti privati, bensì di altre banche.

Con il nuovo approccio la Banca nazionale si è posta l'obiettivo di aumentare la trasparenza e di riuscire in tal modo a fronteggiare meglio le future crisi di liquidità. Di conseguenza, essa ha informato anche il pubblico sui tratti fondamentali della nuova concezione²¹. Due sono in sostanza i cambiamenti di particolare rilievo. In primo luogo, a differenza del passato, la

21 BNS, Directives (2004) e Blattner (2005), pp. 5 segg.

BNS non intendeva più accordare un eventuale sostegno di liquidità a tutte le banche, ma soltanto nei casi in cui dall'illiquidità potesse scaturire un rischio sistemico. Questo atteggiamento veniva motivato dal fatto che in presenza di rischio sistemico le diseconomie esterne di una crisi di liquidità sono particolarmente elevate. In secondo luogo, nella nuova legge sulla Banca nazionale (LBN) il legislatore ha notevolmente ampliato il novero delle garanzie ammissibili. Segnatamente, la BNS ha voluto mettere in evidenza i seguenti criteri:

Sussidiarietà del sostegno straordinario di liquidità

La BNS accorda un sostegno straordinario di liquidità soltanto quando una o più banche non sono più in grado di reperire sul mercato i mezzi liquidi necessari.

Rilevanza dal punto di vista sistemico

Presupposto per la concessione di un sostegno straordinario di liquidità è che la banca o il gruppo di banche in questione sia rilevante per la stabilità del sistema finanziario e che ne vada pertanto evitata l'insolvenza. La BNS ha specificato questo criterio nelle direttive di politica monetaria, secondo cui una banca o un gruppo di banche è rilevante sul piano sistemico se la sua insolvenza pregiudicherebbe in modo grave il funzionamento del sistema finanziario svizzero o di elementi essenziali di quest'ultimo, ripercuotendosi inoltre negativamente sull'economia reale del Paese²².

Sostegno di liquidità, non salvataggio finanziario

La Banca nazionale è abilitata alla concessione di un sostegno in forma di liquidità, non di assistenza a istituzioni insolvibili. Quest'ultima implica un impiego definitivo di denaro pubblico e non è pertanto prevista dal mandato conferito alla Banca nazionale per la conduzione della politica monetaria e valutaria conformemente all'articolo 99 capoverso 2 della Costituzione federale (Cost.). Tale forma di intervento deve fondarsi sulla competenza generale di politica economica della Confederazione (in particolare l'art. 100 Cost. sulla politica congiunturale o l'art. 103 Cost. sulla politica strutturale).

Poiché in situazione di crisi è talvolta assai difficile discernere un problema di solvibilità da un problema di liquidità, prima di erogare un sostegno straordinario di liquidità la BNS richiede il parere vincolante della Commissione federale delle banche (CFB) sulla solvibilità dell'istituzione in

²² BNS, Directives (2004), cifra 4.

questione e sul soddisfacimento degli altri presupposti per la concessione del sostegno. La conferma della CFB che la banca è solvibile non esime la BNS dal dovere di giudicare se sono realizzate le condizioni per l'erogazione del sostegno di liquidità. Qualora non sia possibile una certificazione della solvibilità da parte della CFB, dovranno essere adottate, in via preventiva o contemporaneamente, misure di risanamento per le quali la BNS non è competente.

Garanzie

La precedente legge sulla Banca nazionale limitava l'ambito delle garanzie idonee in base a vari criteri. La nuova normativa, pur mantenendo fermo il requisito della garanzia per la concessione del credito, prescrive soltanto che questo sia coperto da «garanzie sufficienti» (art. 9 cpv. 1 lett. e LBN). Che cosa si debba intendere con ciò è indicato nelle condizioni generali di operatività e nelle direttive per la politica di investimento della Banca nazionale (art. 9 cpv. 2 LBN). Per le operazioni ordinarie di politica monetaria, in linea con la prassi seguita finora, sono ammessi strumenti finanziari negoziabili e altamente liquidi. I criteri di idoneità per le garanzie nel quadro del sostegno di liquidità di ultima istanza sono meno stringenti: non è necessario che le attività siano liquide o negoziabili. Nella misura in cui la BNS può accordare liquidità straordinaria unicamente contro la costituzione di garanzie, si evita che essa venga indebitamente coinvolta in operazioni di assistenza a fini di solvibilità. Nell'erogazione di credito di ultima istanza l'obbligo delle garanzie rappresenta soprattutto uno strumento per limitare le competenze nell'apprestamento di aiuti finanziari: sostegno di liquidità da parte della Banca nazionale; assistenza a fini di solvibilità ad opera della Confederazione o di altri creditori.

Fra le garanzie scarsamente liquide e negoziabili hanno un ruolo di primo piano le ipoteche, dato che rappresentano una componente considerevole del bilancio di molte banche. In virtù della loro elevata qualità creditizia esse hanno ottime caratteristiche come garanzia. Il fatto stesso che le ipoteche siano illiquide rende particolarmente efficace il loro trasferimento alla BNS contro moneta della banca centrale in caso di crisi: con la costituzione in pegno di un portafoglio ipotecario, la BNS è infatti in grado di approntare in tempi relativamente brevi grandi volumi di liquidità.

Sul piano giuridico e operativo l'acquisizione di crediti ipotecari è tuttavia un'operazione piuttosto laboriosa. Il trasferimento in tempo utile dell'ipoteca e della cartella ipotecaria è possibile soltanto se la banca richiedente detiene i titoli in modo accentrato. L'acquisizione dell'ipoteca presuppone inoltre

l'assenso del mutuatario, che la banca può peraltro ottenere preventivamente mediante l'inserimento di un'apposita clausola («clausola di cartolarizzazione») nel contratto di prestito.

Dato che il requisito della garanzia nel quadro del sostegno di liquidità può essere ricondotto all'ordinamento delle competenze basato sul diritto costituzionale, anche eventuali norme di urgenza (legge federale urgente, ordinanza d'urgenza di polizia) non possono disattenderlo. In tal modo viene anche esclusa la possibilità che la Banca nazionale sia costretta a erogare crediti non garantiti (crediti in bianco).

La BNS si basa sull'assunto che in caso di crisi sia disponibile un lasso di tempo relativamente breve per concordare e attuare un sostegno straordinario di liquidità. È quindi di grande importanza una preparazione quanto più possibile accurata da parte delle banche o dei gruppi bancari potenzialmente rilevanti ai fini sistemici.

Senza l'abbandono del principio dell'ambiguità costruttiva in favore di un approccio che si connota piuttosto come «chiarezza costruttiva», in quanto precisa le condizioni preliminari per l'ottenimento di un sostegno straordinario di liquidità, le banche non sarebbero in grado di valutare correttamente i rischi di liquidità in situazione di crisi e di prepararsi adeguatamente anche sul piano amministrativo.

7.5 La sorveglianza sui sistemi di pagamento

ANDY STURM

7.5.1 Introduzione

I profondi mutamenti intervenuti nei mercati finanziari durante gli ultimi venticinque anni e, in particolare, l'enorme crescita dei flussi di pagamento e finanziari interni e transfrontalieri, hanno indotto le banche centrali ad ampliare la propria area di interesse e a rivolgere maggiore attenzione alla sicurezza dei sistemi di pagamento. Per la Banca nazionale il dibattito approfondito sui modi e sugli strumenti idonei a controllare i rischi connessi con le operazioni di pagamento ha costituito, sotto tre aspetti, un logico sviluppo della politica seguita in precedenza. Primo, l'azione volta a facilitare le operazioni di pagamento rientra da sempre fra i compiti della BNS. Secondo, la BNS deve poter contare su sistemi di pagamento sicuri ed efficienti per attuare la propria politica monetaria e approvvigionare le banche di liquidità. Terzo, il regolamento dei pagamenti senza contante comporta rischi specifici

che, in circostanze estreme, possono causare gravi turbative al sistema finanziario e metterne a repentaglio la stabilità.

Allo scopo di perseguire con maggiore efficacia l'obiettivo della stabilità finanziaria, la sorveglianza sui sistemi di pagamento si è gradualmente affermata come funzione a sé stante della banca centrale. In tale contesto la BNS ha assunto il compito di monitorare e analizzare i sistemi di pagamento già esistenti o progettati e di valutarli in relazione al loro influsso sulla stabilità finanziaria. Ove necessario, essa si adopera affinché vengano apportate le modifiche o gli adeguamenti opportuni. La sorveglianza comprende pertanto sia gli standard e le norme regolamentari, sia gli strumenti mediante i quali la banca centrale si prefigge di salvaguardare ovvero di promuovere la sicurezza e l'efficienza dei sistemi di pagamento²³.

7.5.2 *I rischi presenti nei sistemi di pagamento*

Il regolamento dei pagamenti senza contante comporta diverse fattispecie di rischio. Dal punto di vista del partecipante a un sistema di pagamento è possibile distinguerne tre: rischio di credito, rischio di liquidità e rischio operativo. Il rischio di credito consiste nella possibilità che la controparte non adempia le sue obbligazioni né alla scadenza pattuita, né in epoca successiva. Esso incorpora altresì il rischio legato alla ricerca di una transazione che rimpiazza quella non eseguita (rischio per costo di sostituzione). Il rischio di liquidità deriva dalla possibilità che un partecipante, a causa di temporanee difficoltà di tesoreria, non sia in grado di assolvere tempestivamente e integralmente la sua obbligazione. In tale evenienza viene a deteriorarsi anche la posizione di liquidità della rispettiva controparte, la quale deve reperire l'ammontare mancante da altre fonti, con i connessi costi in termini di ricerca e di interessi. Per rischio operativo, infine, si intende il rischio che un pagamento non possa essere regolato come previsto. Il problema può originare da un partecipante o dal gestore del sistema e avere svariate cause, come ad esempio carenze delle procedure interne o delle installazioni tecniche, errori e omissioni da parte di dipendenti, fattori esterni, come interruzioni di corrente per cause atmosferiche o atti criminosi che pregiudicano la normale operatività di un sistema.

I rischi associati a un sistema di pagamento dipendono fortemente dal modo in cui questo è concepito. Ciò è ben illustrato dal raffronto fra il sistema SIC (*Swiss Interbank Clearing*) e il suo predecessore *Bankenclearing* (cfr. 5.2.1.). In quest'ultimo gli ordini di pagamento venivano compensati nel

23 Cfr. Padoa-Schioppa (2004).

corso della giornata (*netting*) e regolati soltanto al termine della stessa (definitività giornaliera). Se una banca non era in grado di regolare la sua posizione debitoria finale, il gestore del sistema doveva annullare retroattivamente tutti i pagamenti (*unwinding*) e procedere a un ricalcolo dei saldi escludendo la banca inadempiente. Una simile procedura non soltanto è assai laboriosa, ma comporta anche il rischio che altre banche diventino insolventi se per saldare la propria posizione esse fanno assegnamento sui pagamenti della banca inadempiente. Il SIC è per contro un sistema di regolamento lordo in tempo reale, nel quale se vi è sufficiente copertura i pagamenti sono via via regolati individualmente e in maniera definitiva (definitività infragiornaliera). In questo modo viene ad essere eliminato il rischio di credito. Il suo funzionamento richiede un maggior volume di fondi liquidi rispetto a un sistema con regolamento su base netta e comporta quindi maggiori rischi di liquidità. L'esperienza maturata con il sistema SIC ha tuttavia mostrato che tali rischi possono essere notevolmente contenuti mediante un appropriato assetto operativo (cfr. 5.2.3).

I rischi di credito, di liquidità e operativo sono fondamentalmente presenti in tutti i sistemi di pagamento, ma la loro portata può essere alquanto diversa. La Banca nazionale si concentra sulla sorveglianza dei sistemi nei quali il volume degli scambi è tale da poter mettere in pericolo la stabilità del sistema finanziario. Ciò accade quando attraverso il sistema di pagamento i problemi di solvibilità o di liquidità di una banca possono propagarsi con reazioni a catena ad altre istituzioni (rischio sistemico). In questi casi il sistema funge da canale di trasmissione di rischi sistemici. Ma esso stesso può essere la causa prima di rischi sistemici se l'insorgenza di problemi tecnici, specie a livello del gestore, ritarda fortemente o addirittura rende impossibile il regolamento di pagamenti. Anche in questa circostanza i partecipanti possono essere confrontati a seri problemi di credito e liquidità, al punto che essi – e al limite l'intero mercato finanziario – non sono più in grado di assolvere le loro funzioni (crisi sistemica).

I costi di una crisi sistemica possono essere considerevoli. Da un punto di vista macroeconomico ciò è particolarmente problematico, poiché gli oneri non ricadono soltanto su coloro che hanno causato la crisi, bensì vanno a gravare in misura significativa anche su soggetti terzi (esternalità negative). Se, ad esempio, la disfunzione tecnica di un importante sistema di pagamento mette a repentaglio la stabilità dell'intero settore finanziario, a esserne colpiti sono, oltre al gestore del sistema, anche le banche partecipanti e i loro clienti. Certo, il gestore può, mediante accorgimenti tecnici e organizzativi, strutturare il sistema in modo tale da abbassare le probabilità di una crisi sistemica.

Tuttavia, nei calcoli di investimento egli tenderà a ignorare o a sottostimare i costi che ricadrebbero su terzi in caso di crisi. Pertanto, allorché la decisione circa il grado di sicurezza di un sistema è lasciata unicamente al gestore, vi è da attendersi che i rischi sistemici siano maggiori di quanto sarebbe giustificato dal punto di vista macroeconomico. L'obiettivo perseguito dalla BNS attraverso la sorveglianza sui sistemi di pagamento consiste appunto nel ridurre adeguatamente i rischi sistemici.

7.5.3 *L'evoluzione delle funzioni di sorveglianza*

Oggi vi è ormai ampio consenso sul fatto che la sorveglianza dei sistemi di pagamento competa alla banca centrale, e in molti paesi questa dispone di una base legale esplicita per espletare tale funzione. Inoltre, fra le banche centrali esiste una sostanziale unanimità di vedute sugli obiettivi da assegnare alla sorveglianza e su come questi debbano essere attuati²⁴. Non è sempre stato così. Anche in passato la BNS e altre banche centrali si erano interessate alle questioni inerenti ai pagamenti senza contante. Tuttavia, ancora negli anni settanta esse erano principalmente impegnate a seguire i rapidissimi sviluppi nell'elaborazione elettronica dei dati e le nuove potenzialità che ne scaturivano. Fino ai primi anni ottanta la maggior parte delle banche centrali aveva affrontato solo marginalmente i rischi sistemici insiti nel traffico dei pagamenti; nel migliore dei casi la sorveglianza sui sistemi di pagamento volta alla salvaguardia della stabilità finanziaria appariva allo stato embrionale.

Fu soltanto nella prima metà degli anni ottanta che le banche centrali cominciarono ad assegnare una importanza crescente ai rischi di regolamento. Questa evoluzione trasse ragione soprattutto dalla rapida crescita dei flussi di pagamento interni e transfrontalieri conseguente alla liberalizzazione e deregolamentazione dei mercati finanziari. Un ulteriore impulso provenne dalla volontà di evitare il ripetersi del caso Herstatt (cfr. 7.1.2). Pertanto, nel 1980 i governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci (G10) istituirono un Gruppo di esperti in sistemi di pagamento, con l'incarico di analizzare l'evolversi di queste infrastrutture nell'area del G10, nonché di vagliare le possibilità di ridurre i rischi di regolamento mediante appropriate regole e procedure. Le cognizioni acquisite attraverso tale dibattito influirono in parte anche sull'architettura del sistema SIC che le banche svizzere stavano allora realizzando.

Mentre la Svizzera già nel 1987 aveva introdotto con il SIC uno dei primi sistemi di regolamento lordo, in molti paesi i sistemi operanti su base netta

24 BRI (2005).

rimasero la regola fin oltre i primi anni novanta. Le banche centrali fecero tuttavia pressione affinché tali sistemi venissero migliorati attraverso vari meccanismi – come l'introduzione di massimali di credito o fondi di garanzia – soprattutto allo scopo di ridurre il rischio di un ricalcolo delle posizioni. Nel 1990 le banche centrali del G10 concordarono una serie di requisiti minimi per il funzionamento dei sistemi di *netting* bilaterali e multilaterali²⁵. Ad esempio, un sistema doveva essere congegnato in modo da poter far fronte come minimo all'inadempienza del maggiore partecipante. Al tempo stesso, le banche centrali posero le fondamenta per la cooperazione nella sorveglianza sui sistemi transfrontalieri.

Sempre nel 1990, le banche centrali del G10 istituirono il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR), che da allora funge da consesso permanente per il monitoraggio e l'analisi degli sviluppi nazionali e internazionali nell'area dei sistemi di pagamento e di regolamento delle operazioni in titoli. Mentre in un primo tempo il dibattito in seno al CSPR si era focalizzato sui contenuti, in seguito il Comitato influenzò in misura determinante il modo in cui le banche centrali avrebbero concepito e sviluppato la loro funzione di sorveglianza. Esso pubblicò vari rapporti sui sistemi di pagamento di grande ammontare, sui sistemi di regolamento in titoli, sui meccanismi di compensazione e regolamento per i contratti derivati negoziati in borsa e sugli strumenti di pagamento al dettaglio. Le analisi ivi contenute hanno influito in modo decisivo sulle strutture dei mercati finanziari nazionali e internazionali. Ciò è ben illustrato da due esempi.

All'inizio degli anni novanta il CSPR analizzò vari meccanismi che avrebbero consentito di eliminare il rischio di inadempienza nelle transazioni in titoli applicando il principio della «consegna contro pagamento»²⁶. In Svizzera ciò diede un ulteriore impulso agli sforzi volti a collegare il SIC con il sistema di regolamento SECOM e la borsa di valori SWX Swiss Exchange, per realizzare la *Swiss Value Chain*. Grazie a questa iniziativa, in Svizzera già a partire dal 1995 le operazioni in titoli poterono essere regolate su base singola e pienamente automatica secondo il suddetto principio.

Nella seconda metà del decennio le banche centrali, sotto il patrocinio del CSPR, intrapresero nuove iniziative al fine di ridurre i rischi di inadempienza nelle operazioni in cambi²⁷. Dall'epoca del fallimento Herstatt il regolamento di tali operazioni non era cambiato granché, nonostante il fatto che il loro

25 BRI (1990).

26 BRI (1992a).

27 BRI (1996).

volume fosse aumentato di varie volte e le banche centrali nutrissero seri timori riguardo ai rischi connessi. Nel quadro di una strategia multiforme, le banche centrali sollecitarono il settore bancario a porre in essere assetti operativi che consentissero un regolamento a basso rischio delle transazioni valutarie. Un consorzio di banche attive a livello internazionale, comprendente le due maggiori banche svizzere, realizzò quindi il sistema CLS (*Continuous Linked Settlement*) che, dalla sua entrata in funzione nel 2002, permette di regolare le operazioni in cambi nelle principali valute secondo il principio «consegna contro pagamento» e contribuisce così a ridurre i rischi di inadempienza. La Banca nazionale sostenne la realizzazione del CLS e si adoperò affinché le transazioni valutarie contro franchi svizzeri fossero fin dall'inizio regolate attraverso questo sistema.

Molte delle conoscenze acquisite dalla BNS in virtù della sua partecipazione ai lavori del CSPR poterono essere applicate nella sua attività di sorveglianza. Da lungo tempo la BNS analizzava le questioni di attualità isolatamente e piuttosto su una base *ad hoc*; ad essa faceva difetto un quadro concettuale che consentisse una valutazione integrale dei differenti rischi. La situazione è cambiata quando, all'inizio del nuovo millennio, le banche centrali hanno posto mano con accresciuto impegno alla definizione di criteri normativi. In particolare, i dieci principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica, pubblicati dal CSPR nel 2001, hanno fornito alla BNS un apporto sostanziale ai fini dello sviluppo ulteriore della sua attività di sorveglianza²⁸. Questi principi fondamentali, che hanno trovato pronto riconoscimento come standard internazionale, formano un quadro di riferimento organico e coerente per giudicare e valutare i sistemi di pagamento importanti per la stabilità del sistema finanziario.

7.5.4 Basi legali e loro applicazione in Svizzera

Sotto la vigenza della precedente legge sulla Banca nazionale (vLBN), la BNS doveva richiamarsi al mandato assai generico di «facilitare le operazioni di pagamento» allorché intendeva influire sulla concezione e sul funzionamento dei sistemi di pagamento (art. 2 cpv. 1 vLBN). Le sue possibilità erano però limitate. L'azione della BNS nei riguardi di un sistema o del suo gestore si esprimeva essenzialmente attraverso i canali informali (*moral suasion*)²⁹.

La BNS colse l'opportunità fornita dalla revisione della Costituzione federale e della legge sulla banca nazionale (LBN) per ancorare le proprie funzioni

²⁸ BRI (1996).

²⁹ Cfr. Heller e Sturm (2003).

di sorveglianza nell'ordinamento giuridico e dare così maggiore enfasi all'obiettivo a esse collegato, ossia la stabilità del sistema finanziario. La revisione della legge ha tenuto conto di questa esigenza sotto due aspetti. Da un lato, alla BNS è stato conferito il mandato non solo di agevolare, ma anche di garantire il buon funzionamento dei sistemi di pagamento senza contante (art. 5 cpv. 2 lett. c LBN). Dall'altro, la legge ha concretizzato questo nuovo compito fissando i principi su cui deve basarsi la sorveglianza. Le disposizioni applicative sono contenute nell'ordinanza sulla banca nazionale (OBN).

La nuova legge ha assegnato alla BNS il compito di sorvegliare, accanto ai sistemi di pagamento, anche i sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni su strumenti finanziari, in particolare i titoli (sistemi di gestione delle operazioni su titoli). Due erano le ragioni in favore di un ampliamento della funzione di sorveglianza: in primo luogo, i sistemi di gestione delle operazioni su titoli presentano rischi analoghi a quelli dei sistemi di pagamento, cosicché la sorveglianza di entrambi ad opera della stessa autorità permette di sfruttare sinergie; in secondo luogo, i più importanti sistemi di pagamento e di gestione delle operazioni su titoli sono integrati nel circuito *Swiss Value Chain*, e a causa di tale collegamento sussistono interdipendenze che rendono opportuno il monitoraggio da parte della medesima autorità.

L'attività di sorveglianza della BNS ha per obiettivo la salvaguardia della stabilità finanziaria. A questo scopo, la BNS è abilitata a prescrivere requisiti minimi per l'esercizio di sistemi di pagamento e di gestione delle operazioni su titoli nella misura in cui tali sistemi sono potenzialmente in grado di minacciare la stabilità del sistema finanziario svizzero. I sistemi di pagamento meno importanti, come quelli gestiti dagli emittenti di carte di credito, non sono quindi soggetti alla sorveglianza della BNS se da essi non può originare un serio pericolo per la stabilità sistemica. Nell'elaborare i requisiti minimi, stabiliti negli articoli 22–34 dell'ordinanza sulla Banca nazionale, la BNS si è ampiamente basata sugli standard internazionali³⁰, pur dando loro una formulazione più concreta in taluni ambiti.

Per la valutazione della rilevanza di un sistema ai fini della stabilità finanziaria, l'ordinanza sulla Banca nazionale individua una serie di criteri, come il tipo e il volume delle operazioni compensate e/o regolate, oppure gli eventuali collegamenti con altri sistemi. Sulla base di tali criteri, nel 2004 la BNS è giunta alla conclusione che per la Svizzera soltanto quattro sistemi debbano essere soggetti a sorveglianza. Si tratta innanzitutto delle seguenti tre strutture integrate nel circuito *Swiss Value Chain*: il sistema di pagamento SIC, il

30 BRI (2001a, 2001b).

sistema di gestione delle operazioni su titoli SECOM gestito dalla SIS Seg-InterSettle SA e il sistema x-clear che funge da controparte centrale nelle negoziazioni di borsa ed è gestito dalla SIS x-clear SA. I gestori di questi tre sistemi devono soddisfare i requisiti minimi della BNS. Di uguale rilevanza sistemica è il sistema di regolamento multivalutario CLS; tuttavia, poiché il gestore ha la propria sede a New York ed è soggetto ad adeguata sorveglianza da parte della banca centrale statunitense, la BNS ha esentato il CLS dall'osservanza dei requisiti minimi.

Per poter accertare che gli operatori di SIC, SECOM e x-clear ottemperino ai requisiti minimi, la BNS acquisisce in via continuativa informazioni aggiornate sui tre sistemi. Come fonti di informazione sono utilizzati vari documenti e dati statistici degli stessi gestori, nonché rapporti di conformità redatti da revisori interni ed esterni. Inoltre la BNS intrattiene incontri regolari con i gestori per discutere le problematiche inerenti alla sorveglianza. Qualora sulla base di tali informazioni la BNS constati che un sistema non soddisfa i requisiti prescritti, essa comunica al gestore le carenze riscontrate dandogli l'opportunità di esprimersi al riguardo. In caso di risposta insoddisfacente, la BNS emana una raccomandazione con la quale invita il gestore a regolarizzare la sua posizione. Se quest'ultimo non concorda con la richiesta può pretendere che la BNS emani una disposizione impugnabile. Ciò avviene per iniziativa della stessa BNS nel caso in cui il gestore non si conformi alla raccomandazione. La BNS può inoltre esprimersi in merito a particolari circostanze di fatto o sviluppi, allorché individua possibilità di miglioramento che vanno al di là dei requisiti minimi.

SIS SegInterSettle SA e SIS x-clear SA sono titolari anche di una licenza bancaria e sottostanno quindi alla vigilanza su base individuale esercitata dalla Commissione federale delle banche (CFB). Per evitare duplicazioni o lacune, la BNS e la CFB coordinano la propria attività di supervisione; ciò vale in particolare per l'acquisizione delle informazioni. Dopo l'entrata in vigore della nuova legge sulla Banca nazionale le due istanze hanno convenuto che, ai fini del vaglio dei requisiti coperti dalle prescrizioni della legge sulle banche, la BNS si basi sui dati rilevati dalla CFB o dagli organi di revisione previsti dalla legge stessa. Un altro aspetto del coordinamento consiste nel dovere della BNS di ascoltare la CFB prima di emanare una raccomandazione o una disposizione.

È possibile che talune infrastrutture il cui gestore ha sede in Svizzera costituiscano un potenziale fattore di rischio per la stabilità di sistemi finanziari esteri. Analogamente, la stabilità del sistema finanziario svizzero potrebbe essere messa a repentaglio da sistemi gestiti all'estero. La legge abilita pertanto

la BNS a cooperare con le autorità di vigilanza e sorveglianza degli altri paesi. Nel caso del CLS, ad esempio, la BNS esercita una sorveglianza congiunta assieme alle altre banche centrali le cui valute sono regolate nel sistema in questione. La banca centrale statunitense, che funge da autorità di sorveglianza primaria, si consulta regolarmente con la Banca nazionale e le altre banche centrali interessate su questioni inerenti al CLS che hanno rilievo ai fini della stabilità finanziaria. Insomma, la nuova LBN ha creato le condizioni necessarie affinché la BNS possa sorvegliare in modo efficace ed efficiente i sistemi di pagamento e di gestione delle operazioni su titoli importanti per il sistema finanziario svizzero, cooperando ove necessario con altre autorità nazionali ed estere.

Fonti

BNS, Directives (2004), Directives générales de la Banque nationale suisse (BNS) sur ses instruments de politique monétaire, du 25 mars 2004, (<http://www.snb.ch>, rubrica La BNS/ Fondements juridiques).

Decisioni del Tribunale federale (vari anni), Raccolta ufficiale delle decisioni del Tribunale federale.

Bibliografia

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londra, Henry S. King.

Birchler, U. W. e D. Egli (2003), Ein neues Bankinsolvenzrecht für die Schweiz, *Revue suisse d'économie et de statistique*, 139 (2), pp. 125–154.

BRI (1990), *Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci* (Rapporto Lamfalussy), Basilea, BRI.

BRI (1992a), *Consegna contro pagamento nei sistemi di regolamento delle operazioni in titoli*, rapporto del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento delle banche centrali del Gruppo dei Dieci, Basilea, BRI.

BRI (1992b), *Recent developments in international interbank relations*, rapporto del gruppo di lavoro istituito dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (Rapporto Promisel), Basilea, BRI.

BRI (1994), *Macroeconomic and monetary policy issues raised by the growth of derivatives markets*, rapporto di un gruppo di lavoro istituito dal Comitato permanente sull'euromercato delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (Rapporto Hannoun), Basilea, BRI.

BRI (1995), *Issues of measurement related to market size and macroprudential risks in derivatives markets*, rapporto di un gruppo di lavoro istituito dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (Rapporto Brockmeijer), Basilea, BRI.

BRI (1996), *Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi*, rapporto del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento delle banche centrali del Gruppo dei Dieci, Basilea, BRI.

BRI (2001a), *Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica, relazione del gruppo di lavoro su principi e pratiche nei sistemi di pagamento*, Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, Basilea, BRI.

BRI (2001b), Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, *Recommendations for securities settlement systems*, rapporto del gruppo di lavoro congiunto CPSS-IOSCO sui sistemi di regolamento in titoli, [Basilea, BRI].

BRI (2004), Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Bank Failures in Mature Economies, *BIS Working Papers*, 13, Basilea, BRI.

BRI (2005), Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, *Central bank oversight of payment and settlement systems*, [Basilea, BRI].

BRI, *Rassegna trimestrale* (vari anni), Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali, allegato statistico, mercato dei titoli e mercato degli strumenti derivati, [Basilea, BRI].

Blattner, N. (2005), The Role of Switzerland as an International Financial Center, intervento all'International Council of Securities Associations, Lugano, 26 aprile 2005, biblioteca BNS, Zurigo.

BNS (2005a), *Bericht über die Finanzstabilität*, [Zurigo, BNS].

- BNS (2005b), *Les banques suisses 2004*, [Zurigo, BNS].
- Crockett, A. e B. Cohen (2001), Financial Market and Systemic Risk in an Era of Innovation, *International Finance*, 4 (1), pp. 127–144.
- George, E. A. J. (1993), The second Bank of England/LSE, lecture at the London School of Economics, lezione del 18 novembre.
- Heller, D. e A. Sturm (2003), Le rôle de la Banque nationale suisse dans le trafic des paiements sans numéraire, *Bulletin trimestriel* della BNS, 21(1), pp. 43–56.
- Hildebrand, P. (2005), Développements récents dans le secteur des fonds d'arbitrage, *Bulletin trimestriel* della BNS, 23 (1), pp. 42–57.
- Lusser, M. (1987), Der Wandel auf den Finanzmärkten – Herausforderungen für Banken, Notenbanken und Bankenaufsicht, intervento all'assemblea generale dell'Associazione delle banche estere in Svizzera, Berna, 19 giugno, biblioteca BNS, Zurigo.
- Lusser, M. (1993), Regionalbanken und die Schweizerische Nationalbank – Eine Standortbestimmung, intervento tenuto a Bienne il 16 febbraio, biblioteca BNS, Zurigo.
- McKinsey (2005), *\$118 Trillion and Counting: Taking Stock of the World's Capital Markets*, San Francisco, McKinsey Global Institute.
- Merrill Lynch (2004), Global Fixed Income Research Team, *Size & Structure of the World Bond Market: 2004*, maggio, [s.l., s.n.].
- Miniane, J. (2004), A New Set of Measures on Capital Account Restrictions, IMF Staff Papers, 51, pp. 276–308, [Washington DC, FMI].
- Obstfeld M. e A. Taylor (2004), *Global Capital Markets – Integration, Crisis and Growth*, Cambridge University Press.
- OCSE (1998 e 2003), *Institutional Investors: Statistical Yearbook*, Parigi, OCSE.
- OCSE (2002), *Bank Profitability*, Financial Statements of Banks, Parigi, OCSE.
- Padoa-Schioppa, T. (2004), Shaping the Payment System: A Central Bank's Role, intervento alla Conference on Payment Systems della Bank of Korea, Seoul, 13 maggio, biblioteca BNS, Zurigo.
- Rime, B. (2005), Too Big too Fail, *Financial Regulator*, 10 (3), pp. 47–51.
- Roth, J.-P. (2002), Immobilienpreise und Geldpolitik, intervento alla Präsidentenkonferenz des Schweizerischen Hauseigentümergeverbands, 30 novembre, biblioteca BNS, Zurigo.
- Thornton, H. (1802), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, Londra, Hatchard.
- UST (2005), Ufficio federale di statistica, *Le système de comptabilité nationale – Résultats 1998–2003*, Neuchâtel, UST.
- Zulauf, U. (1998a), Recht und Realität der Sanierung und Liquidation von Banken in der Schweiz. In C.-A. Margelisch e C. Winzeler (a cura di), *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarkt-recht*, Festschrift für Jean-Paul Chapuis, Zurigo, Schulthess, pp. 217–251.
- Zulauf, U. (1998b), Zur Revision der schweizerischen Rechtsvorschriften über Bankensanierung und Bankenliquidation. In P. Nobel (a cura di), *Aktuelle Probleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 7, Berna, Stämpfli, pp. 25–59.

8 La gestione delle attività della Banca nazionale

8.1 Significato ed evoluzione delle attività

M. SOPHIE FABER E DEWET MOSER

8.1.1 Introduzione

La funzione primaria della Banca nazionale consiste nell'approvvigionare l'economia di moneta della banca centrale (base monetaria). Tale funzione viene assolta acquistando dalle banche commerciali attività finanziarie – oro, valute o titoli – e accreditando in contropartita i loro conti giro. In linea di principio il totale dell'attivo della BNS è determinato dall'ammontare della base monetaria e del capitale proprio, mentre la sua composizione rispecchia il tipo di operazioni effettuate con le banche. La scelta dei mezzi con cui la BNS controlla la moneta della banca centrale ha, dal punto di vista della politica monetaria, un'importanza di second'ordine. La tipologia delle attività acquisite dipende dal contesto istituzionale e operativo della Banca nazionale, e in particolare dal regime di cambio, dalla normativa sul tipo di operazioni consentite e dagli sviluppi nei mercati finanziari.

Ai tempi dell'ancoraggio all'oro del franco e sotto il regime di cambi fissi, la base monetaria doveva in ampia misura essere coperta da riserve auree e in valute estere. La Banca nazionale era tenuta in ogni momento a soddisfare un eventuale eccesso di domanda di oro o divise con la cessione di riserve, al fine di preservare la parità aurea o il tasso di cambio. Viceversa, in presenza di una domanda eccedente di franchi svizzeri essa accumulava riserve. L'ammontare e la composizione delle attività derivavano allora direttamente dalla conduzione della politica monetaria e valutaria. Fino agli anni sessanta fra le attività della BNS furono preponderanti le riserve in oro, in seguito quelle in valuta estera.

Dopo il 1973, in regime di cambi flessibili, teoricamente non era più necessario il possesso di riserve per la conduzione della politica monetaria, poiché la domanda e l'offerta di franchi trovavano il loro equilibrio attraverso le variazioni del cambio. Ciò nonostante, lo smantellamento delle riserve non venne preso in considerazione: oltre a costituire la principale copertura della base monetaria, esse erano necessarie per gli interventi sul mercato dei cambi volti a influenzare il valore del franco in rapporto al dollaro. A partire dagli anni ottanta le riserve divennero in misura crescente un mezzo da impiegare per la prevenzione e il superamento di crisi.

La forte crescita delle riserve in divise estere durante gli anni settanta e l'abbandono dei cambi fissi permisero alla BNS di strutturare le proprie attività in maniera sempre più indipendente dalle esigenze correnti di politica monetaria. Si pose pertanto la questione di quale dovesse essere la composizione, la gestione e, negli anni novanta, il volume appropriato delle attività, specie delle riserve. Negli ultimi 25 anni intorno a tali questioni si è sviluppato un approfondito dibattito, sfociato nella formulazione e quindi nella fissazione per legge di una politica di investimento (cfr. 8.3) e di una politica di accantonamento per la Banca nazionale. Tale processo è avvenuto in diverse tappe. Date le connessioni con la politica di ripartizione degli utili della BNS (cfr. 8.4), esso aveva anche una dimensione di politica interna, che non ha mancato di influire sulla discussione. D'altra parte, il legame con l'oro del franco svizzero (cfr. 9.1.3) e altre prescrizioni legali hanno continuato a condizionare fortemente la gestione delle attività della BNS fino al termine degli anni novanta.

8.1.2 Evoluzione delle attività

I primi anni successivi alla fondazione della Banca nazionale furono improntati all'obiettivo di accrescere le disponibilità in oro e argento, così da rispettare la copertura metallica prescritta dalla legge e poter convertire in ogni momento le banconote emesse¹. La parte di gran lunga maggiore delle riserve metalliche era costituita da oro. Con il ritorno del dollaro e della sterlina alla parità aurea dopo la prima guerra mondiale, negli anni venti le divise estere assunsero per la prima volta una certa rilevanza nel bilancio della BNS. L'oro rimase tuttavia l'attività più importante, soprattutto dopo che la Svizzera, nell'aprile 1930, sancì *de iure* la parità aurea del franco svizzero². A fine 1930 le disponibilità in oro e in valute rappresentavano rispettivamente il 50% e il 25% circa del totale di bilancio della BNS, pari a 1,4 miliardi di franchi. La quota delle attività sull'interno, che dopo la prima guerra mondiale avevano costituito all'incirca la metà del totale³, diminuì rapidamente a partire dal 1930 e rimase quindi di entità trascurabile sino alla fine degli anni novanta.

Mentre l'ammontare di oro misurato in franchi si ottuplicò fra il 1930 e il 1950, quello delle valute cominciò a crescere in modo continuativo soltanto

1 BNS (1982), p. 22.

2 A partire da quel momento gli averi in oro della BNS furono destinati unicamente alla copertura metallica delle banconote in circolazione.

3 Durante gli anni di guerra la BNS riscantò grandi quantità di rassicurazioni (buoni del tesoro) della Confederazione e contribuì in tal modo a finanziare il disavanzo pubblico. La quota delle attività sull'interno raggiunse così un massimo storico. Cfr. 1.4 e Ruoss (1992), p. 92.

negli anni sessanta. La politica monetaria allora molto espansiva degli Stati Uniti costrinse la Banca nazionale a effettuare massicci interventi a sostegno del dollaro fino al 1973. Anche dopo l'abbandono dei cambi fissi la BNS cercò di frenare l'apprezzamento del franco con acquisti di divise (cfr. 2.4.2), cosicché nella media dell'anno 1976 le riserve valutarie superarono per la prima volta le disponibilità auree valutate in base alla parità ufficiale. A partire dal 1974 gli averi in valuta si accrebbero ulteriormente per effetto degli *swaps* su divise (dollari contro franchi) che la Banca nazionale cominciò a impiegare ai fini del controllo della massa monetaria e che nei successivi vent'anni sarebbero diventati il principale strumento della politica monetaria (cfr. 4.6.4). Nel caso degli *swaps* contro dollari si trattava di valute coperte dal rischio di cambio il cui rendimento corrispondeva a quello delle attività interne. Il loro ammontare totale dipendeva dalle esigenze di politica monetaria, e oscillò fra i 10 e i 20 miliardi di franchi. In seguito alla sostituzione degli *swaps* con le operazioni pronti contro termine, nel 1998 il portafoglio interno ritornò, per la prima volta dagli anni venti, ad acquistare importanza. Da allora la quota delle operazioni pronti contro termine sul totale degli impieghi ammonta a circa un quarto.

La consistenza delle riserve valutarie non coperte a termine aumentò nuovamente negli anni ottanta e novanta. Fra il 1980 e il 1999 la loro crescita media annua ammontò al 7,5% e fu in gran parte dovuta agli elevati rendimenti ottenibili sulle attività in valuta estera, che compensarono ampiamente le perdite subite dal dollaro durante lo stesso periodo. Per contro, gli interventi sui mercati dei cambi, irregolari e di portata modesta, non influenzavano più in modo significativo il livello delle riserve valutarie. A fine 1999 – prima dell'inizio delle vendite di oro – le riserve valutarie totalizzavano 47 miliardi di franchi. Fino alla primavera del 2005, a causa delle cessioni di oro, esse sono temporaneamente aumentate di ulteriori 16 miliardi. Escludendo i proventi delle suddette cessioni, le disponibilità in valuta sarebbero rimaste stazionarie per effetto delle più elevate distribuzioni di utili.

A differenza delle riserve valutarie, a partire dal 1971 – anno in cui gli Stati Uniti revocarono la convertibilità aurea del dollaro – gli averi in oro della BNS sono rimasti praticamente costanti. Computati in base alla parità ufficiale essi ammontavano a 11,9 miliardi di franchi. Dopo l'entrata in vigore della revisione dell'ordinamento monetario, nel 2000, la BNS ha valutato le disponibilità in oro ai prezzi di mercato, cosicché il loro valore è salito a 39,3 miliardi. A causa della volatilità delle quotazioni, da allora l'importo iscritto a bilancio ha mostrato forti oscillazioni. Le vendite effettuate fra il maggio 2000 e l'aprile 2005 hanno dimezzato la loro consistenza fisica a circa

1300 tonnellate (cfr. 8.2.4). Nell'aprile 2005, al termine delle vendite, il valore dell'oro detenuto dalla BNS risultava pari a 21 miliardi di franchi.

8.1.3 *Struttura dell'attivo: investimenti in valuta e investimenti in franchi*

Con il crollo del sistema delle parità fisse e l'attenuarsi delle turbolenze sul mercato dei cambi gli interventi ufficiali vennero ad assumere un ruolo secondario. Ai fini della conduzione della politica monetaria la Banca nazionale non aveva più una necessità cogente di riserve. Alla fine degli anni settanta si pose quindi per la prima volta la questione di quali attività la BNS avrebbe dovuto acquisire in contropartita della liquidità erogata e di come avrebbe dovuto configurarsi nel lungo periodo la struttura degli impieghi. La Direzione generale riteneva allora che il livello delle riserve fosse elevato nel confronto internazionale e che le disponibilità in dollari comportassero un notevole rischio di cambio. Non vedeva pertanto alcun bisogno di accrescerle ulteriormente⁴. L'ammontare delle attività in franchi svizzeri era per contro modesto. Accanto al portafoglio sull'interno, che era in massima parte composto da effetti riscontati e che nel 1980 rappresentava meno del 10% delle attività, la BNS deteneva anche un modesto ammontare di obbligazioni in franchi, essendo spesso intervenuta sino alla fine degli anni settanta sul mercato obbligazionario per influenzare i rendimenti sui prestiti della Confederazione (cfr. 10.4.7). Oltre ai pro e contro di un orientamento più in favore delle attività interne sul piano della politica monetaria, la Direzione generale ne discusse i possibili effetti in termini di reddito. Nel 1976 il professor Jürg Niehans venne incaricato di elaborare una perizia tecnica su questa problematica⁵. L'analisi mise in evidenza che dalle operazioni in attività sull'interno erano da attendersi effetti diversi sui tassi di interesse e di cambio rispetto alle operazioni in valuta, soprattutto a breve termine. La possibilità di agire su ambedue i fronti avrebbe quindi accresciuto la flessibilità della Banca nazionale. Lo studio affrontò anche gli aspetti reddituali, nonché le ripercussioni fiscali e macroeconomiche, dei due tipi di operazioni. Dalle stime risultò che negli anni passati i redditi sugli investimenti in franchi sarebbero risultati superiori a quelli ottenuti dalle attività in dollari.

La Direzione generale assegnò la preminenza all'argomento della flessibilità operativa. Per poter intervenire in misura rilevante sul mercato delle attività interne, non soltanto in acquisto ma anche in vendita, la BNS doveva incrementare il proprio portafoglio di valori in franchi svizzeri. Un maggior

4 BNS, verbale della Direzione generale (1978), 29 giugno, n. 446.

5 BNS, verbale della Direzione generale (1976), 6 aprile, n. 242.

volume di obbligazioni in moneta nazionale avrebbe inoltre comportato un'opportuna diversificazione valutaria. La Direzione generale ritenne auspicabile nel lungo periodo un'equilibrata ripartizione dell'attivo fra oro, divise e titoli interni. Nella primavera 1981 decise quindi di accrescere annualmente la consistenza delle obbligazioni nazionali in misura pari a un terzo della crescita della massa monetaria. Essa era peraltro consapevole dei potenziali problemi connessi con una siffatta strategia. Il livello e la struttura per scadenze dei rendimenti non avrebbero dovuto essere influenzati dagli acquisti della BNS. Inoltre, si voleva assolutamente evitare di destare l'impressione che la Banca nazionale finanziasse il disavanzo federale o perseguisse una politica strutturale a favore di particolari Cantoni o banche⁶. Infine, la BNS avrebbe dovuto astenersi da una gestione attiva del portafoglio, poiché altrimenti avrebbe potuto indebitamente sfruttare il suo vantaggio informativo circa l'evoluzione dei tassi di interesse⁷.

Nei successivi dieci anni il portafoglio delle obbligazioni in franchi svizzeri crebbe da 1 miliardo a poco meno di 3 miliardi di franchi. Dal punto di vista della politica monetaria esso non acquistò tuttavia una grande rilevanza. Il bisogno di assorbire liquidità non fu mai grande, anche perché gli interventi valutari sterilizzati – ossia gli interventi i cui effetti sull'offerta interna di moneta erano neutralizzati con operazioni di segno opposto su titoli in moneta nazionale – avevano perso di importanza. Sul mercato obbligazionario svizzero la liquidità era rimasta piuttosto ridotta, cosicché risultavano limitate le possibilità di acquisti e vendite da parte della BNS. Tale situazione era in parte riconducibile all'imposta di bollo che rendeva più onerosa la negoziazione dei valori mobiliari svizzeri. Al confronto, il mercato degli *swaps* dollari contro franchi si presentava estremamente liquido e con bassi costi di transazione. Sul piano della politica di investimento le obbligazioni in franchi svizzeri erano oggetto di pareri discordi. A parità di rendimento esse avevano certo un rischio inferiore rispetto alle attività in valuta estera, ma in mancanza di un'analisi approfondita sulla struttura degli impieghi della BNS, non era allora possibile giudicare in modo conclusivo i vantaggi del portafoglio interno. Nel 1992 la Direzione generale incaricò un gruppo di lavoro di formulare proposte per una struttura ottimale dell'attivo dal punto di vista della politica di investimento (cfr. 8.3.3). Negli anni seguenti i titoli in franchi svizzeri ebbero una crescita solo modesta. Nondimeno, con il passaggio alla valutazione ai prezzi di mercato la loro consistenza si accrebbe di 1,5 miliardi di franchi.

6 BNS, verbale della Direzione generale (1981), 5 marzo, n. 143.

7 BNS, Obligationenkäufe (1991).

Con l'introduzione delle operazioni pronti contro termine nella conduzione della politica monetaria, nel 1998, la BNS aveva previsto di impiegare le obbligazioni in franchi per le operazioni di assorbimento e per i versamenti di margini di garanzia⁸. Per questi ultimi era però sufficiente un volume di 1 miliardo di franchi, mentre delle prime vi era un bisogno limitato. Inoltre, la BNS avrebbe potuto effettuare operazioni di assorbimento anche utilizzando i titoli depositati dalle banche. Alla luce dell'elevato volume di pronti contro termine in essere e della maggiore diversificazione nell'ambito delle posizioni in valuta estera, nonché a causa della scarsa liquidità del mercato obbligazionario svizzero, vennero a ridursi i vantaggi in termini di investimento delle obbligazioni in franchi. Parallelamente alla crescente importanza assunta dalle considerazioni di governo societario aumentò il peso assegnato ai potenziali conflitti derivanti dal portafoglio in franchi svizzeri⁹. Nel 2004 la BNS iniziò così a ridurre i suoi averi denominati in moneta nazionale.

8.1.4 *Crescita degli utili e creazione di accantonamenti*

Fino ai primi anni sessanta i proventi realizzati sugli impieghi della BNS furono piuttosto modesti. Nei primi due decenni di esistenza della Banca l'utile complessivo era provenuto soprattutto dall'attività di sconto e, in second'ordine, dagli interessi netti e dai ricavi sulle operazioni in divise e oro. Fino al 1930 il risultato lordo annuo fu in media di 11 milioni. Con l'introduzione della parità aurea crebbe il contributo relativo delle transazioni in oro e valute, ma siccome gli impieghi erano costituiti principalmente da averi in oro non fruttiferi, il livello degli utili rimase pressoché invariato. Ancora nel 1950 il risultato netto d'esercizio ammontava a soli 15,3 milioni a fronte di un attivo di bilancio di quasi 6,5 miliardi. Fu soltanto nella seconda metà degli anni sessanta che, grazie alla crescita degli investimenti fruttiferi in valuta estera, il livello degli utili poté aumentare in modo sensibile.

Il maggiore volume delle attività in valuta non si limitò a far progredire gli utili. Dopo il passaggio ai cambi fluttuanti si accentuarono anche fortemente le variazioni dei risultati a causa della volatilità dei rapporti di cambio. In molti esercizi le plusvalenze e minusvalenze valutarie superarono ampiamente i proventi da interessi. Le pesanti perdite degli anni 1973 e 1977/78 diedero adito a vari interventi parlamentari¹⁰. La Banca nazionale

8 BNS, Arbeitsgruppe Aktivenbewirtschaftung (2000).

9 Messaggio (2002), p. 5454.

10 Interpellanze Fischer del 26 giugno e 18 settembre 1973, Boll. Uff. CN (1973), pp. 1402 segg., 1541 segg.; interrogazioni semplici Jaeger e Schmid del 17 e 19 aprile 1978, Boll. Uff. CN (1978), pp. 1454 segg.

non considerava che le perdite subite fossero un fatto rilevante nella misura in cui non doveva vendere le valute deprezzate. Nell'ottica di allora giudicava infatti che una valutazione delle posizioni in valuta ai prezzi correnti fosse comunque arbitraria a causa delle forti oscillazioni del cambio. La Direzione generale affermò nel 1973 che una valutazione «corretta» sarebbe stata possibile soltanto dopo la fissazione di una nuova parità franco / dollaro. In effetti, la libera fluttuazione veniva allora considerata come una situazione transitoria¹¹. Alla fine del 1977 la BNS valutò intenzionalmente i propri averi in dollari non coperti a un tasso di cambio maggiorato, in quanto riteneva la moneta americana fortemente sottovalutata. La perdita di esercizio risultò così leggermente inferiore. In risposta a un'interrogazione parlamentare, il Consiglio federale, di concerto con la BNS, affermò trattarsi di una decisione di politica valutaria. La valutazione intendeva mostrare qual era il giudizio della BNS riguardo alla futura evoluzione dei rapporti di cambio. La BNS considerava che le oscillazioni estreme si sarebbero autocorrette e che i più elevati rendimenti ottenibili sulle valute estere avrebbero a lungo termine compensato le perdite di cambio, come di fatto avvenne.

Fra l'inizio del 1985 e la fine del 1987 una marcata fase di debolezza del dollaro causò perdite per complessivi 10,8 miliardi di franchi. Anche se le minusvalenze poterono essere coperte attingendo agli accantonamenti, l'elevata incidenza degli investimenti in dollari della BNS fu oggetto di crescenti critiche¹². A fine 1986 l'87% delle disponibilità in valuta non coperte a termine risultava denominato in dollari USA, il 9% in marchi tedeschi e il 4% in yen. La BNS prese dunque in considerazione un'ampia diversificazione delle riserve valutarie, dalla quale si aspettava non tanto un aumento degli utili, quanto piuttosto una loro stabilizzazione, dato che nel lungo periodo prevedeva un bilanciamento dei rendimenti nelle diverse monete. Una migliore diversificazione avrebbe inoltre ampliato la gamma dei possibili interventi sul mercato dei cambi e accresciuto la resilienza delle riserve di fronte alle crisi¹³. Tale strategia era però ostacolata da fattori operativi e da prescrizioni legali. Infatti, a causa delle brevi scadenze ammesse e degli importi elevati, la BNS era di fatto costretta a effettuare una quota elevata dei suoi investimenti sul più liquido mercato monetario statunitense. Inoltre la maggior parte delle banche centrali si opponeva all'impiego della propria moneta nazionale quale strumento di riserva¹⁴.

11 BNS, verbale della Direzione generale (1973), 25 ottobre, n. 759.

12 Ora delle domande CN del giugno 1984: CN Meier, Boll. Uff. CN (1984), p. 807; interrogazione semplice Meier del 20 giugno 1988, Boll. Uff. CN (1988), p. 1537.

13 BNS, verbale della Direzione generale (1987), 23 aprile, n. 201.

14 BNS, verbale della Direzione generale (1984), 4 ottobre, n. 445 e (1989), 13 aprile, n. 165.

Malgrado le forti perdite subite in singoli esercizi, fra il 1980 e il 1999, tenuto conto delle variazioni di valore dovute agli effetti di cambio, il reddito da investimento sulle attività ammontò a 2,5 miliardi di franchi nella media annua. Il 90% dei ricavi proveniva dalle disponibilità in valuta. Durante lo stesso periodo le plusvalenze e minusvalenze di cambio si compensarono quasi del tutto. In tale contesto non erano considerate le variazioni di valore degli averi in oro, che fino al maggio 2000 vennero iscritti a bilancio in base alla parità ufficiale.

Poiché, oltre ai dividendi e alle attribuzioni ai Cantoni, la BNS non aveva distribuito utili dal 1932, i maggiori proventi erano andati ad accrescere il totale di bilancio. Nel 1971 comparvero per la prima volta dal lato del passivo accantonamenti per rischi valutari, che nel 1976 vennero quindi integralmente assorbiti a copertura della perdita di valutazione del 1971. La Confederazione si era accollata tale perdita sotto forma di una obbligazione senza cedola che la BNS era impegnata ad ammortizzare entro il 1976 (cfr. 2.3.5)¹⁵. A causa dei cattivi risultati la BNS non poté costituire nuovi accantonamenti prima del 1980. Da allora però questi ebbero una crescita rapidissima e alla fine del 1990 ammontavano già a 17,1 miliardi. I crescenti accantonamenti fecero salire le pressioni esercitate sulla BNS affinché una parte degli utili venisse distribuita ad altri enti pubblici. Nel 1991 entrò in vigore la prima convenzione in materia fra la BNS e il Dipartimento federale delle finanze (DFE, cfr. 8.4.3), la quale limitava la creazione di accantonamenti ed esercitava così un impatto diretto sulla crescita del bilancio. Dato che l'evoluzione degli strumenti necessari per la conduzione della politica monetaria – *swaps* su valute e, in seguito, operazioni pronti contro termine – si conformava alle esigenze operative, la convenzione vincolava soprattutto l'espansione delle riserve monetarie. La questione del livello appropriato di queste ultime venne pertanto discussa approfonditamente in seno alla BNS durante i lavori preparatori della convenzione¹⁶.

8.1.5 Funzione e livello delle riserve monetarie

Le riserve monetarie dovevano anzitutto servire a premunirsi contro situazioni critiche. Nel 1983 un gruppo di lavoro interno considerava che «la funzione principale delle riserve monetarie [...] come protezione contro una perdita di potere d'acquisto esterno di una parte del patrimonio nazionale»¹⁷.

¹⁵ BNS, *64^e Rapport de gestion* 1971, p. 55.

¹⁶ BNS, verbale della Direzione generale (1990), 30 agosto, n. 346.

¹⁷ BNS, Arbeitsgruppe Anlagepolitik (1983).

Le riserve dovevano poter essere impiegate in caso di guerra o di crisi per il pagamento delle importazioni necessarie al Paese. Negli anni novanta acquistò maggiore peso l'argomento del rafforzamento della fiducia nella piazza finanziaria svizzera: esso si basava, da un lato, sull'idea che la BNS in quanto prestatore di ultima istanza dovesse all'occorrenza essere in grado di coprire anche obbligazioni in valuta estera del settore bancario e, dall'altro, sulla convinzione che un elevato livello di riserve avrebbe agito in via preventiva contro una crisi di fiducia nel settore finanziario¹⁸.

Un argomento tradizionale in favore del mantenimento di riserve, risalente all'epoca dei cambi fissi, era poi la possibilità di influenzare il corso del franco svizzero mediante interventi sul mercato dei cambi. Tuttavia, negli anni ottanta e novanta la BNS intervenne piuttosto di rado e soltanto per importi modesti. In genere essa effettuò interventi sterilizzati solo di concerto con le altre banche centrali del Gruppo dei Dieci (G10) e più per solidarietà che in funzione del proprio interesse. Già nel 1978, in una fase di sensibile deprezzamento del dollaro USA, la Direzione generale aveva espresso la convinzione che in definitiva non si poteva influenzare una tendenza dei tassi di cambio senza modificare il corso della politica monetaria¹⁹. Attraverso gli interventi sterilizzati era comunque possibile ottenere un effetto di annuncio. Alla metà degli anni ottanta la BNS si tenne spesso in disparte in occasione di interventi concertati, suscitando l'irritazione di altre banche centrali²⁰. Di fatto, però, anche queste ultime guardavano con crescente scetticismo all'efficacia degli interventi sterilizzati. In seguito, la BNS intervenne ancora due volte in misura rilevante e autonomamente sul mercato dei cambi: nel dicembre 1989 vendette 545 milioni di dollari; nel marzo 1992 cedette nuovamente in due riprese 685 milioni di dollari e 730 milioni di marchi tedeschi per sostenere il franco svizzero allora debole. Dalla metà del 1994 alla fine del 2006 essa si astenne da qualsiasi intervento. La detenzione di ingenti riserve valutarie investite in dollari a breve termine non era quindi più giustificata dalla necessità di interventi, come mise in evidenza un gruppo di lavoro interno nel 1994. A questo scopo sarebbe comunque bastato un ammontare modesto di riserve fintanto che la Svizzera non intendeva ritornare a un sistema di cambi fissi²¹.

In quanto parte del patrimonio nazionale, le riserve della BNS avrebbero dovuto fruttare un reddito adeguato. Alla luce delle forti perdite contabili

18 BNS, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1996).

19 BNS, verbale della Direzione generale (1978), 5 gennaio, n. 26.

20 Sull'argomento cfr. ad esempio: BNS, Interventionen am Devisenmarkt (1983); BNS, verbale della Direzione generale (1985), 3 ottobre, n. 421.

21 BNS, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994, 1996).

subite sugli investimenti in dollari, già negli anni settanta questo aspetto venne attentamente considerato dalla Direzione generale. D'altra parte, a quell'epoca vi era ben poco spazio per misure intese ad accrescere i rendimenti. I lavori per ottimizzare la struttura dell'attivo negli anni novanta posero quindi le fondamenta per una politica maggiormente orientata alla redditività. Per gli averi in valuta eccedenti le vere e proprie riserve di crisi il criterio del rendimento avrebbe dovuto essere preminente²². Anche la Direzione generale, in occasione di un ritiro collegiale del settembre 1996, si dichiarò in linea di principio a favore dell'assegnazione di un maggiore peso all'aspetto reddituale²³.

Per lungo tempo non fu chiaro in che modo la Banca nazionale avrebbe dovuto stabilire il livello opportuno delle proprie riserve monetarie. Tale grandezza non è determinabile scientificamente: il fabbisogno di riserve dipende dalle caratteristiche specifiche del paese, dalle dimensioni della sua economia, dal grado di apertura esterna, nonché dalle ragioni per cui sono detenute le riserve stesse (cfr 16.4.1 e tabella 16.3). Inoltre, nella letteratura economica le riserve ufficiali di un paese sono spesso misurate e comparate in rapporto alle importazioni, alla quantità di moneta e alle passività esterne a breve denominate in valuta estera²⁴. Nondimeno, il fabbisogno concreto di riserve – ad esempio nel caso di interventi o di crisi – è difficilmente quantificabile a priori. Ancor più lo è il volume di riserve necessario per guadagnare la fiducia dei mercati. Nel quadro del dibattito sulla distribuzione degli utili la Direzione generale concluse che non esiste un livello oggettivamente corretto delle riserve e che ogni decisione in merito è in definitiva soggetta all'apprezzamento discrezionale. L'accordo sulla distribuzione degli utili del 1991 finì per prevedere una crescita implicita delle riserve monetarie commisurata alla crescita nominale dell'economia. Come base di partenza servì l'ammontare in essere a fine 1990.

Nel 1996 un gruppo di lavoro composto da rappresentanti della BNS e del DFF si occupò fra l'altro del problema del livello delle riserve e verificò gli assunti sottostanti alla convenzione sulla distribuzione degli utili. Esso si basò su un confronto con altre economie di piccole dimensioni assimilabili alla Svizzera, come Svezia, Belgio, Paesi Bassi e Austria. Alla luce della forte interconnessione dell'economia elvetica con l'estero e dell'importanza della sua piazza finanziaria, giudicò adeguato il livello delle riserve detenute. Dallo

22 BNS, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994, 1996).

23 BNS, verbale della Direzione generale (1996), 19 settembre, n. 370.

24 Cfr. ad esempio Grubel (1971) oppure Roger (1993).

studio rimasero però esclusi gli averi in oro, poiché questo continuava ad essere valutato alla parità ufficiale e l'ordinamento vigente non ne consentiva la vendita. Il gruppo fece comunque rilevare che sarebbe stato opportuno un riesame del volume adeguato di riserve monetarie, qualora fosse stato rimosso il legame del franco con l'oro nel quadro della prevista riforma dell'ordinamento monetario²⁵.

A livello interno la Banca nazionale si era occupata già da tempo delle questioni dell'oro. La Direzione generale guardava con sentimenti contrastanti alla demonetizzazione dell'oro. Lo scioglimento del legame aureo del franco e la valutazione degli averi in oro ai prezzi di mercato avrebbero comportato un repentino aumento delle riserve effettivamente disponibili e quindi degli accantonamenti. In tal modo la Svizzera avrebbe posseduto riserve ben maggiori di quelle dei paesi comparabili. La Direzione generale temeva che la rivalutazione dell'oro avrebbe inevitabilmente condotto a una maggiore distribuzione di utili alle amministrazioni pubbliche e ad una drastica riduzione delle riserve. In considerazione delle forti oscillazioni annue del prezzo dell'oro ciò era giudicato pericoloso²⁶. Per converso, non veniva esclusa una riduzione degli averi in oro per ragioni di politica degli investimenti. In effetti, nel 1994 un gruppo di lavoro raccomandò esplicitamente la conversione di una parte dell'oro in altre attività, giudicando che da tale operazione non vi era da temere alcun indebolimento della fiducia nel franco e nella Banca nazionale. La fiducia avrebbe potuto essere preservata in modo altrettanto efficace attraverso un impegno giuridico della BNS al perseguimento della stabilità dei prezzi²⁷.

Negli anni novanta la funzione e il livello adeguato delle riserve furono oggetto di dibattito anche al di fuori della BNS, sia in ambiti professionali che nel Parlamento. Le ragioni del mantenimento delle riserve, e in particolare di quelle in oro, vennero sempre più messe in discussione. A ciò possono aver contribuito da un lato l'assenza di gravi crisi economiche e politiche, dall'altro l'importanza decrescente degli interventi ufficiali sul mercato dei cambi. Al centro della discussione vi erano due aspetti. In primo luogo, si criticavano le elevate riserve auree della BNS e la loro valutazione in base alla parità di cambio. La funzione dell'oro come copertura della circolazione di biglietti era da molti considerata superata, visto che l'obbligo di conversione era revocato dal 1954. La fiducia nel franco non dipendeva dunque dalla copertura

25 BNS, Arbeitsgruppe Anlagepolitik und Gewinnausschüttung (1996).

26 BNS, verbale della Direzione generale (1996), 9 maggio, n. 172; 23 maggio, n. 194; 28 novembre, n. 493.

27 BNS, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994).

aurea, ma piuttosto dalla politica monetaria orientata alla stabilità condotta dalla Banca nazionale²⁸. Inoltre gli averi in oro apparivano molto elevati in rapporto a qualsiasi altra banca centrale. Nella maggior parte dei casi gli interventi in favore di una rivalutazione dell'oro contemplavano quindi anche una vendita parziale delle disponibilità. I proventi avrebbero dovuto servire ad accrescere gli impieghi fruttiferi oppure a finalità pubbliche, come l'ammortamento del debito federale. Tali argomentazioni trovavano sostegno nel fatto che le banche centrali belga e olandese avevano già provveduto a vendere oro. Il secondo punto di discussione era la politica di investimento della BNS, criticata duramente in particolare in una pubblicazione del professor Thomas von Ungern-Sternberg²⁹. Gli ingenti impieghi in oro e in dollari non coperti dal rischio di cambio, nonché la scadenza a breve degli investimenti – vi si affermava – comportavano un alto rischio e limitavano chiaramente il potenziale di reddito. La critica sottolineava l'esigenza di una modifica delle disposizioni legali che ostacolavano una più efficiente politica di investimento della BNS.

Nel febbraio 1996 il capo del DFF propose una disamina dei punti oggetto di critica³⁰. La BNS e il DFF avrebbero dovuto, nel quadro di un gruppo di lavoro congiunto, ricercare una soluzione che permettesse in tempi brevi una gestione più redditizia delle riserve valutarie e auree. Le proposte del gruppo di lavoro si tradussero infine in una parziale revisione della legge sulla Banca nazionale, che avrebbe ampliato in certa misura lo spazio di manovra di quest'ultima (cfr. 8.3.4). La questione dell'oro, sulla quale la BNS aveva mantenuto un grande riserbo, avrebbe invece dovuto essere affrontata solo nel quadro della riforma dell'ordinamento monetario (cfr 9.3.1). Il gruppo di esperti che la Confederazione aveva costituito in vista di tale compito esaminò pure la questione del livello opportuno delle riserve ufficiali in seguito alla rimozione del vincolo aureo del franco. Per la prima volta vennero integrati nell'analisi gli averi in oro valutati ai prezzi di mercato. Sulla base di raffronti internazionali il gruppo di esperti giunse alla conclusione che le riserve della Banca nazionale erano eccessive³¹. Una parte dell'oro avrebbe dovuto essere eliminata dal bilancio. L'aumento delle riserve che sarebbe conseguito alla rivalutazione delle restanti disponibilità in oro era tuttavia

28 Iniziativa parlamentare Hafner del 21 giugno 1990, Boll. Uff. CN (1991), pp. 1910 segg.; postulato della commissione consultiva NR del 19 novembre 1990, Boll. Uff. CN (1991), p. 1915; mozione Spielmann del 16 dicembre 1993, Boll. Uff. CN (1995), pp. 564 segg.; postulato della frazione AdI/PEV del 17 giugno 1994, Boll. Uff. CN (1996), pp. 561 segg.

29 Cfr. Ungern-Sternberg (1996).

30 BNS, verbale della Direzione generale (1996), 22 febbraio, n. 69.

31 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1997), pp. 49 segg.

giustificato dall'importanza della piazza finanziaria elvetica. La successiva decisione del Consiglio federale e della Direzione generale di ridurre di 1300 tonnellate, ossia di oltre la metà, le riserve in oro della BNS si basò su tale analisi. Al termine degli anni novanta, con la fissazione del livello ritenuto adeguato delle riserve monetarie e la conferma della politica di accantonamento, potevano così dirsi chiarite importanti questioni di principio relative al livello e alla crescita delle disponibilità monetarie ufficiali.

8.2 Le operazioni in oro della Banca nazionale

VINCENT CRETTOL

8.2.1 *Contesto storico*

Lo stock di oro della Banca nazionale venne costituito in gran parte sotto il regime monetario di Bretton Woods. Fra il 1946 e il 1971 le disponibilità auree della BNS salirono da 1016 a 2585 tonnellate. Durante tale periodo l'evoluzione delle riserve metalliche dell'istituto di emissione fu influenzata direttamente dalla stabilizzazione del valore esterno del franco svizzero, poiché la BNS convertiva regolarmente in oro i dollari USA acquisiti. Questa politica di conversione si basava su due motivi principali: primo, essa era giustificata dal fatto che la parità del franco era definita in termini di oro e non di dollari; secondo, la fiducia nella stabilità del dollaro aveva cominciato a incrinarsi ben prima del crollo del sistema di Bretton Woods. La BNS cercava dunque, attraverso la conversione dei dollari in oro, di evitare perdite nell'evenienza di una svalutazione della moneta americana (cfr. 2.3.2).

Durante gli anni sessanta la stabilizzazione del prezzo dell'oro venne perseguita nel quadro del cosiddetto «*pool dell'oro*», che raggruppava la Banca nazionale e altre sette banche centrali (cfr. 2.3.3). Le operazioni erano effettuate secondo uno schema di ripartizione prestabilito, con una quota di pertinenza della BNS pari al 7,4%. Dal 1961 al 1964 gli interventi si tradussero in acquisti netti per il controvalore di 1,5 miliardi di dollari. Per contro, negli anni seguenti il *pool* fu costretto a vendere oro per contrastarne l'incremento di prezzo. Nel 1968 le operazioni vennero sospese e le banche centrali decisero allora di istituire un sistema a doppia quotazione, con un prezzo ufficiale da utilizzare nelle transazioni fra le autorità monetarie e un prezzo libero, determinato dal mercato. Nell'agosto 1971 l'aumento delle richieste di conversione di dollari in oro intaccò talmente le riserve metalliche americane che il presidente degli Stati Uniti decise di sospendere la convertibilità aurea del

biglietto verde³². Dopo il passaggio ai cambi fluttuanti le operazioni in oro effettuate dalla BNS persero di importanza: da un lato, la politica monetaria non era più tenuta a stabilizzare il valore esterno del franco, cosicché veniva meno la ragione principale degli acquisti e delle vendite di metallo; dall'altro, la possibilità di gestire la disponibilità in oro secondo criteri diversi dalle esigenze di politica monetaria era fortemente limitata da un quadro giuridico che per parecchi anni avrebbe continuato ad essere parzialmente basato sul tallone aureo. Al riguardo tre disposizioni risultavano particolarmente vincolanti. In primo luogo, il mantenimento fino al 2000 della parità aurea del franco vietava formalmente alla BNS di acquistare o vendere oro contro franchi svizzeri a un corso diverso dalla parità legale di 4595 35/47 franchi per chilogrammo di fino. In secondo luogo, l'obbligo di rispettare la copertura aurea delle banconote in circolazione costringeva la BNS a mantenere le riserve in oro al di sopra di una soglia minima. Infine, anteriormente alla revisione del 1997 della legge sulla Banca nazionale, l'istituto di emissione non aveva la possibilità di effettuare operazioni intese a rendere profittevoli gli averi in oro.

Occorre quindi collocare le operazioni in oro nel contesto giuridico dell'epoca se si vuole comprenderne i vari aspetti. Va detto che durante gli anni sessanta la BNS interpretò in modo alquanto libero un quadro normativo che essa giudicava sganciato dalla realtà. In seguito a perizie giuridiche interne ed esterne essa riconsiderò tuttavia la propria posizione, rinunciando a talune operazioni che aveva dapprima ritenuto conformi al disposto legislativo.

Le operazioni in oro effettuate dopo il 1973 non sono più riconducibili a esigenze di politica monetaria, bensì a considerazioni di altro tipo. La necessità di assicurare la copertura metallica minima delle banconote costituì per lungo tempo un fattore importante, soprattutto riguardo alle decisioni circa la distribuzione geografica delle giacenze di oro. Anche se gli obiettivi di rendimento rimasero per molto tempo in secondo piano, in talune transazioni era parimenti ravvisabile la volontà di realizzare plusvalenze o di migliorare la redditività degli impieghi esistenti. Inoltre, fino al 1980 la BNS ritenne di avere una funzione da assolvere, di concerto con altre banche centrali, nella regolazione del mercato dell'oro.

Le operazioni in oro della Banca nazionale possono essere suddivise in tre categorie: quelle volte a modificare la composizione e la ripartizione geografica dello stock esistente, quelle che mirano a ricavarne un reddito e quelle consistenti in acquisti e vendite. Le prime si distribuiscono lungo l'intero

32 BNS (1982), pp. 86 segg., 239.

periodo sotto rassegna, le seconde sono iniziate su vasta scala soltanto nel 1997 mentre le operazioni di acquisto e vendita sono rimaste marginali fino al maggio 2000.

8.2.2 Distribuzione geografica e composizione degli averi in oro

Il requisito della sicurezza in caso di crisi è sempre stato il criterio principale nella scelta della distribuzione geografica delle riserve auree. L'ubicazione dei depositi doveva essere diversificata, ma soltanto i paesi caratterizzati da elevata stabilità economica e politica potevano entrare in linea di conto. A questo riguardo costituiva un fattore importante la garanzia di immunità riconosciuta dal paese depositario per gli averi delle banche centrali. Un secondo presupposto era l'esistenza in loco di un mercato che consentisse, all'occorrenza, di liquidare le giacenze³³. La ripartizione strategica approvata nel 1976 e nel 1983 dalla Direzione generale della BNS prevedeva la suddivisione in parti uguali fra l'oro depositato in Svizzera e l'oro collocato all'estero³⁴. Tale strategia tuttavia non fu messa in atto a causa dei vincoli imposti dal rispetto della copertura aurea delle banconote in circolazione. Secondo l'articolo 19 della legge sulla Banca nazionale del 1953, una copertura minima del 40% doveva essere assicurata da oro conservato in Svizzera e valutato in base alla parità. Per conformarsi a questo disposto la BNS provide a rimpatriare una parte delle giacenze detenute all'estero³⁵. I trasferimenti avvennero sotto forma di movimentazione fisica oppure di *swaps* di localizzazione (*location swaps*) stipulati con banche della rispettiva piazza finanziaria, mediante i quali la BNS metteva a disposizione oro ubicato all'estero contro oro depositato in Svizzera. La quota del metallo detenuto in patria passò così dal 56% nel 1971 al 67% nel 1978. Allo scopo di guadagnare un margine di manovra addizionale la Banca nazionale stabilì nel 1974 che la copertura minima non dovesse essere rispettata in via continuativa, bensì nella media annua³⁶. Essa si adoperò per l'abolizione della disposizione sulla copertura aurea delle banconote in occasione della revisione della legge sulla Banca nazionale del 1978. Il Consiglio federale assunse la stessa posizione nel suo messaggio al Parlamento, il quale però decise di mantenere la copertura minima del 40%. La legge venne comunque emendata in modo che anche lo stock depositato all'estero potesse fungere da copertura³⁷. Essendo venuta

33 BNS, verbale della Direzione generale (1993), 18 novembre, n. 493.

34 BNS, verbale della Direzione generale (1983), 6 ottobre, n. 522.

35 BNS, verbale della Direzione generale (1972), 17 agosto, n. 735.

36 BNS, verbale della Direzione generale (1973), 3 maggio, n. 305.

37 Schürmann (1980), art. 19, lett. 12.

meno la ragione primaria per preferire la detenzione dell'oro in Svizzera, durante gli anni ottanta vennero eseguiti vari trasporti e *swaps* di localizzazione al fine di accrescere la quota dell'oro collocata all'estero. D'altra parte, una riconsiderazione dei rischi geopolitici indusse la BNS ad attingere in maggior misura ai depositi esteri per la vendita progressiva di 1300 tonnellate di oro iniziata nel maggio 2000, cosicché a fine 2005 la maggior parte degli averi in oro della BNS risultava nuovamente depositata in Svizzera.

Nel corso degli ultimi trent'anni la Banca nazionale ha fatto compiere numerose operazioni di affinaggio allo scopo di ottenere il titolo *good delivery* per l'intero stock di oro in suo possesso. Le imprese svizzere di affinaggio di oro erano disposte a effettuare gratuitamente tale processo, poiché in compenso la BNS metteva loro a disposizione un «capitale circolante» di varie tonnellate che superava il fabbisogno risultante unicamente dalle operazioni con l'istituto di emissione. Questo scambio di prestazioni fu rimesso in questione nel 1982, allorché il servizio giuridico della BNS giudicò che un accordo del genere avrebbe posto dei problemi. In effetti, esso equivaleva alla concessione di un credito non garantito e assimilabile a un prestito di oro. I depositi della Banca nazionale presso le suddette imprese furono pertanto liquidati nel corso dello stesso anno³⁸. In seguito, il costo delle operazioni di affinaggio venne fatturato direttamente alla BNS.

8.2.3 Gestione reddituale degli averi in oro

Le riserve in oro delle banche centrali costituiscono un capitale immobilizzato che non frutta interessi. Un possibile modo per ritrarre un reddito da tale capitale consiste nel metterlo a disposizione di terzi, contro un corrispettivo, per un periodo limitato. Due tipi di operatori economici sono potenzialmente interessati a prendere oro in prestito. In primo luogo, le imprese di estrazione che, rivendendo immediatamente sul mercato l'oro ottenuto, possono convenientemente finanziare le loro infrastrutture e coprire il rischio di fluttuazioni di prezzo avverse per la loro futura produzione. In secondo luogo, le imprese di affinaggio e i produttori di gioielli, che possono così finanziare il proprio stock senza esporsi al rischio di variazioni di prezzo durante il periodo di tempo richiesto dal processo produttivo. Nella maggior parte dei casi la messa a disposizione di oro a titolo temporaneo è effettuata per il tramite di un intermediario finanziario, come una banca commerciale. Il tasso di interesse sui prestiti di oro è generalmente inferiore al tasso dei corrispondenti investimenti in dollari.

38 BNS, verbale della Direzione generale (1972), 6 gennaio, n. 9, 2 marzo, n. 214; (1977), 16 giugno, n. 441.

Fino al 1987 il mercato dei prestiti di oro rimase piuttosto marginale. Le imprese estrattive cominciarono da allora a sviluppare le operazioni di copertura in risposta alla tendenza calante del prezzo del metallo. Secondo talune stime, il volume totale dei prestiti di oro passò da meno di 1000 tonnellate nel 1986 a quasi 5500 tonnellate nel 1999³⁹. La maggior parte di questo oro era prestato dalle banche centrali, peraltro non senza rischi. Nel 1990, ad esempio, il fallimento della banca Drexel Burnham Lambert causò perdite rilevanti a varie banche centrali impegnate in tale genere di transazioni⁴⁰. A partire dal 1999 i produttori ridussero nuovamente le operazioni di copertura. Poiché l'offerta delle banche centrali è rimasta abbondante, da allora i tassi applicati sui prestiti di oro hanno mostrato una tendenza al ribasso.

La BNS fu espressamente autorizzata a effettuare prestiti di oro soltanto con la revisione della legge sulla Banca nazionale del 1997. Ma già prima di allora essa aveva compiuto operazioni analoghe. Ad esempio, nel 1973 e 1976 la BNS prestò a più riprese fra le 10 e le 30 tonnellate di oro alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) per una durata massima di sei mesi e ad un tasso di remunerazione compreso fra $\frac{1}{16}\%$ e $\frac{1}{4}\%$. Nel 1977 fu posto termine a queste transazioni a causa dei problemi giuridici che esse sollevavano⁴¹.

Le operazioni di *gold lending* iniziarono su vasta scala il 3 novembre 1997, giorno in cui entrò in vigore la revisione parziale della legge, che non soltanto autorizzava esplicitamente questa attività, ma riduceva inoltre la copertura aurea delle banconote dal 40 al 25%. Fu deciso di riservare per dette operazioni una quantità corrispondente al 10% dello stock di oro, ossia 260 tonnellate. In conseguenza dello scarso spessore del mercato, occorsero vari anni per sviluppare le posizioni. La durata usuale dei prestiti andava da qualche mese a un anno, e le controparti erano istituzioni di prim'ordine situate in Svizzera e all'estero. A partire da metà 1999 la Banca nazionale concluse anche prestiti garantiti dal pegno di titoli. Siccome il rischio di credito su queste operazioni risultava fortemente ridotto, i prestiti potevano essere concessi per scadenze fino a cinque anni. Nel settembre dello stesso anno la BNS e altre quattordici banche centrali europee si impegnarono, nel quadro di un accordo sul contingentamento delle future vendite di oro, a congelare i prestiti di oro al livello raggiunto a quel momento. Per la Banca nazionale tale limite corrispondeva a 328 tonnellate. Nel corso degli anni seguenti il forte calo dei tassi

39 Cfr. Gold Survey (1999) e Cross (2000).

40 Cfr. O'Callaghan (1993), p. 27.

41 BNS, verbale della Direzione generale (1974), 8 agosto, n. 728, 7 novembre, n. 1124; (1976), 29 gennaio, n. 114; (1977), 24 febbraio, n. 138/4, 10 marzo, n. 181, 21 aprile, n. 301, 16 giugno, n. 441.

di interesse sull'oro indusse la Banca nazionale a ridurre i prestiti non assistiti da garanzia. A fine 2006 i prestiti in essere ammontavano complessivamente a 119,5 tonnellate ed erano tutti garantiti. La contrazione dei prestiti e la discesa dei tassi di interesse hanno causato un netto calo dei proventi realizzati su questo tipo di operazioni. Dopo il massimo di 91 milioni di franchi toccato nel 2000 essi sono costantemente diminuiti a meno di 16 milioni nel 2006.

8.2.4 Acquisti e vendite

Fino al maggio 2000 la definizione legale della parità aurea del franco fungeva da base per determinare il prezzo al quale la BNS poteva acquistare e vendere l'oro, nonché contabilizzarlo in bilancio. Poiché dopo il 1973 il prezzo del metallo era salito ben al di sopra della parità, questo vincolo impediva formalmente qualsiasi operazione di acquisto o di vendita contro franchi svizzeri. Tuttavia, la BNS si sforzò a più riprese di rendere il vincolo meno stringente.

Nel 1974 il servizio giuridico esaminò la possibilità per la BNS di effettuare vendite di oro sul mercato. Esso giunse alla conclusione che queste non erano possibili, a un corso corrispondente alla parità, né in modo diretto né per il tramite di un mandatario come la Confederazione. Per contro, apparivano lecite le operazioni di scambio di monete auree contro lingotti⁴². Tenuto conto del fatto che la plusvalenza delle monete rispetto alle barre si era quintuplicata dal 1972, fino a raggiungere 100 franchi per ogni «marengo»⁴³, tale prospettiva appariva particolarmente interessante dal punto di vista finanziario. La BNS contattò pertanto una banca svizzera, leader nel commercio di monete, per mettere a punto una permuta di marenghi contro lingotti. Fra il 1974 e il 1979 vennero così scambiati oltre 3 milioni di monete, il tutto nella più grande discrezione al fine di non intaccare l'aggio. Tali operazioni fruttarono alla BNS un utile di oltre 160 milioni di franchi, ma con l'andare del tempo questa attività mise l'istituto di emissione in una situazione sempre più delicata. Altre banche, insospettite dall'accresciuta offerta di monete, incominciarono a subodorare l'esistenza di un tale genere di operazioni e pretesero di potervi anch'esse partecipare. Inoltre, la Confederazione, che era completamente all'oscuro delle transazioni, sollecitava la BNS a scambiare monete da 25 e 50 franchi coniate negli anni cinquanta per beneficiare dell'aggio⁴⁴. Una perizia giuridica esterna richiesta dalla BNS concluse che il principio

42 BNS, verbale della Direzione generale (1974), 28 febbraio, n. 191, 21 marzo, n. 244.

43 Anche: *Vreneli*. Moneta d'oro svizzera da 20 franchi nominali oggigiorno non più utilizzata come mezzo di pagamento (contenuto di oro fino pari a 5,806 g).

44 BNS, verbale della Direzione generale (1976), 23 settembre, n. 825; (1979), 7 novembre, n. 696.

stesso dello scambio di monete contro lingotti era contrario alla legge, rimettendo così in discussione la liceità delle operazioni di scambio di marenghi⁴⁵. Nell'estate 1979 una perizia giuridica del Dipartimento federale delle finanze (DFE) giunse parimenti alla conclusione che la Banca nazionale non era abilitata a permutare direttamente monete contro lingotti⁴⁶. A queste considerazioni di ordine legale si aggiunse la crescente difficoltà a mantenere il segreto sulle operazioni di scambio di marenghi. Per tale ragioni la BNS ne decise la cessazione nell'agosto 1979⁴⁷. Nel 1997, in seguito a una richiesta del DFE, venne nuovamente esaminata l'opportunità di uno scambio di monete contro lingotti. Ma dato che le condizioni di mercato non lasciavano intravedere prospettive di profitto e all'orizzonte si profilava la revisione dell'ordinamento monetario, la Banca nazionale persuase la Confederazione a desistere dalla sua richiesta⁴⁸.

Nel 1976, allorché l'FMI iniziò a vendere oro all'asta in un periodo di corsi calanti, la BNS s'interrogò sull'opportunità di acquistarne. In tal modo essa intendeva mostrare il suo attaccamento all'oro e partecipare agli sforzi volti a stabilizzarne il prezzo. Inoltre, la BNS era del parere che tali acquisti non contravvenivano alla legge sulla moneta nella misura in cui erano effettuati in contropartita di dollari e l'oro acquisito era iscritto a bilancio al suo prezzo ufficiale⁴⁹. In effetti, la BNS prese parte a due sedute d'asta, acquistando in totale 2,4 tonnellate di oro. Nel 1979, per contro, progettò di vendere oro sul mercato di concerto con altre banche centrali, al fine di stabilizzare le quotazioni. L'idea venne però accantonata in considerazione dei vincoli posti dalla copertura aurea delle banconote, che rischiava di diventare insufficiente a medio termine⁵⁰. Timori analoghi indussero nel 1981 a esaminare l'opportunità di acquistare oro⁵¹. Tuttavia, la crescita inferiore al previsto delle banconote e la revisione della legge sulla Banca nazionale del 1997, che riduceva dal 40% al 25% la copertura metallica minima, consentirono alla BNS di rispettare questo vincolo senza procedere ad acquisti. Furono comprati soltanto alcuni chili di oro contro dollari nel 1984, 1986 e 1987 allo scopo di compensare le discrepanze di peso dovute al trasferimento dei lingotti fra diversi luoghi di deposito. È infatti possibile che, per effetto di

45 BNS, Goldmünzen (1978); BNS, verbale della Direzione generale (1978), 26 aprile, n. 300.

46 BNS, verbale della Direzione generale (1979), 7 novembre, n. 696.

47 BNS, Tauschgeschäfte Goldmünzen (1979).

48 BNS, verbale della Direzione generale (1997), 16 ottobre, n. 478 e (2000), 22 giugno, n. 285.

49 BNS, verbale della Direzione generale (1976), 28 aprile, n. 387, 10 giugno, n. 534; BNS (1982), p. 246.

50 BNS, verbale della Direzione generale (1979), 31 maggio, n. 328, 27 giugno, n. 410.

51 BNS, verbale della Direzione generale (1981), 12 febbraio, n. 83.

differenze nelle modalità di arrotondamento dei pesi registrati, il trasferimento da una sede all'altra comporti una leggera variazione del peso dei lingotti⁵². A partire dalla fine degli anni ottanta la dottrina giuridica considerò che gli acquisti e le vendite di oro contro valute estere dovevano essere parimenti proibiti, in quanto assimilabili a una *fraus legis*, ossia un atto inteso a eludere un divieto legale⁵³.

Durante gli anni novanta la questione dell'entità delle riserve della BNS riapparve con maggiore frequenza nei dibattiti pubblici. Nel giugno 1990 venne lanciata un'iniziativa parlamentare con la proposta di utilizzare i proventi delle vendite di oro per rimborsare i debiti della Confederazione. Invitata a prendere posizione in merito dinanzi a una commissione del Consiglio nazionale, la BNS insistette sul fatto che una decisione in tal senso avrebbe richiesto un emendamento della legge, nonché una modifica della Costituzione⁵⁴. Nel settembre 1996, un rapporto interno sulla struttura ottimale degli impieghi della Banca nazionale sottolineava che l'incidenza dell'oro sul totale delle attività appariva eccessiva (40% rispetto a una proporzione ottimale stimata al 20–30%), ma che nessuna azione poteva essere intrapresa senza una revisione della Costituzione federale⁵⁵. Questa condizione preliminare venne peraltro ribadita nel messaggio del Consiglio federale del 17 marzo 1997 in merito alla revisione della legge sulla Banca nazionale⁵⁶.

Alla fine degli anni novanta, con disponibilità ufficiali pari a 2590 tonnellate di oro la Svizzera si collocava al quinto posto fra i paesi più dotati. In termini relativi essa risultava ampiamente in testa nell'ambito del Gruppo dei Dieci (G10) con 365 grammi di fino per abitante, contro i soli 69 grammi dei Paesi Bassi, che venivano al secondo posto. Inoltre, la BNS si distingueva non solo per l'importanza degli averi in oro, ma anche per l'entità degli accantonamenti. L'idea di destinare parte delle riserve auree a un uso alternativo prese forma nel marzo 1997, allorché il presidente della Confederazione propose, su iniziativa del presidente della Direzione generale della BNS, di rivalutare lo stock di oro dell'istituto e di utilizzare una parte della conseguente plusvalenza contabile (7 miliardi di franchi) per finanziare una istituenda Fondazione per la solidarietà (cfr. 9.4.1). Nel maggio 1998, nel suo messaggio relativo al nuovo articolo monetario della Costituzione, il Consiglio federale propose di destinare 1300 tonnellate di oro della Banca nazionale a un fine

52 BNS, verbale della Direzione generale (1986), 6 marzo, n. 110 e (1987), 9 aprile, n. 184.

53 Cfr. Junod (1988), art. 39, n. 69; Nobel (1987), p. 306.

54 BNS, verbale della Direzione generale (1990), 23 maggio, n. 199.

55 BNS, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1996).

56 Messaggio (1997), sezione 215.22.

diverso dalla politica monetaria. Fu tuttavia necessario attendere ancora due anni prima che fosse definitivamente posta in essere la cornice giuridica che autorizzava le vendite di oro. Nell'aprile 1999 il Popolo e i Cantoni accettavano la revisione totale della Costituzione federale che aboliva la parità aurea del franco svizzero (cfr. 9.2). Nel giugno dello stesso anno la Direzione generale della BNS informò ufficialmente il mercato che il programma di vendite di oro concerneva effettivamente 1300 tonnellate del metallo⁵⁷. Il Parlamento approvò in dicembre la nuova legge sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento, che sopprimeva ogni riferimento all'oro. La legge entrò in vigore nel maggio 2000 (cfr. 9.5.5). La vendita delle 1300 tonnellate di oro poteva così iniziare.

Dodici mesi prima, la situazione del mercato non sarebbe stata affatto propizia. Altre banche centrali avevano preceduto la BNS nel liquidare parte delle riserve auree. Fra il 1996 e il 1998 vi erano già state vendite di oro ad opera di Argentina, Australia, Austria, Belgio, Canada, India, Lussemburgo e Repubblica ceca. Progetti in tal senso erano in discussione in seno al Fondo monetario, e il mercato temeva che anche i grandi paesi europei venissero ad aggiungersi alla schiera. Nel maggio 1999 la decisione del Tesoro britannico di vendere 415 tonnellate provocò un ulteriore calo del prezzo dell'oro, che scese al livello più basso degli ultimi vent'anni. In occasione della riunione annuale delle istituzioni di Bretton Woods, nel settembre 1999, quindici banche centrali europee, fra cui la BNS, emisero una dichiarazione congiunta mediante la quale convenivano di limitare a 2000 tonnellate le loro vendite di oro nell'arco dei successivi cinque anni, ossia a 400 tonnellate annue, impegnandosi inoltre a non aumentare durante tale periodo i prestiti e le operazioni a termine su oro. L'accordo produsse un effetto immediato sulle quotazioni, giacché esso eliminava gran parte dell'incertezza circa la politica futura dei detentori ufficiali. Nel settembre 2004 l'accordo è stato rinnovato per un quinquennio, portando il limite delle vendite a 2500 tonnellate.

Per la Svizzera l'accordo del settembre 1999 era particolarmente interessante, in quanto le 1300 tonnellate di oro che la BNS intendeva mettere in vendita erano incluse dall'inizio nel contingente globale di 2000 tonnellate. In contropartita, la BNS dovette conformarsi ai vincoli imposti dall'accordo stesso. Ciò significava che essa non avrebbe potuto superare le quote annue assegnate, né coprirsi dal rischio di fluttuazioni di prezzo sullo stock ancora in suo possesso. I contingenti annui furono negoziati dopo la conclusione dell'accordo. Poiché le richieste superavano di circa il 10% le 2000 tonnellate

⁵⁷ BNS, verbale della Direzione generale (1999), 16 giugno, n. 262; cfr. Roth (1999).

annunciate, fu necessario rinunciare a parte delle vendite progettate. Analogamente ad altre banche centrali, la BNS accettò di differire la cessione del 10% delle previste 1300 tonnellate a oltre il settembre 2004⁵⁸.

In un primo tempo la BNS affidò l'esecuzione delle vendite alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI), che poteva vantare una maggiore esperienza in materia. Fra il maggio 2000 e il marzo 2001 la BRI vendette 220 tonnellate sul mercato per conto della Banca nazionale. A partire dall'aprile 2001 la BNS effettuò le vendite in proprio. Vennero eseguiti due tipi di operazioni: cessioni in contante e programmi di vendita con una componente opzionale. Le prime ammontarono a 730 tonnellate. Ogni giorno la BNS si poneva in relazione con istituzioni finanziarie attive sul mercato dell'oro e cedeva loro un certo numero di lingotti. Altre 350 tonnellate furono vendute sulla base di un contratto che prevedeva una garanzia di *performance* in rapporto al *fixing* di Londra, ma con la fissazione di un prezzo massimo al fine di migliorare il premio. Le operazioni di questo tipo equivalevano a regolari vendite al *fixing* di Londra combinate a emissioni di opzioni *call* fortemente *out-of-the money*. I differenti programmi, che prevedevano la vendita a intervalli regolari di 25 o 50 tonnellate, erano aggiudicati in base a procedura d'asta a un numero limitato di partecipanti. Rispetto alle vendite in contante essi permisero di realizzare un premio addizionale compreso fra 1.4 e 3.5 dollari l'oncia.

La possibilità della Banca nazionale di effettuare una gestione attiva del rischio oro era limitata dall'accordo del settembre 1999. Al fine di contenere il rischio che un deprezzamento del dollaro potesse incidere negativamente sulle vendite future, l'istituto di emissione fu comunque in grado di assicurare il valore in franchi svizzeri di una parte dei dollari da ricevere (il 35% a partire dal dicembre 2000). Le operazioni di copertura permisero di realizzare proventi addizionali per circa 830 milioni di franchi.

La vendita delle 1300 tonnellate di oro fra il marzo 2000 e il maggio 2005 fruttarono 21,1 miliardi di franchi, corrispondenti a un prezzo medio di 16241 franchi per chilogrammo. L'oncia di fino fu negoziata a un prezzo medio di circa 351 dollari, superiore di 17 dollari alla media del *fixing* nel periodo suddetto. Questo guadagno aggiuntivo è attribuibile, nella misura di oltre tre quarti, ai profitti tratti dalle operazioni di copertura dei dollari da ricevere.

In definitiva le vendite di oro si sono svolte in un contesto di mercato ben più favorevole di quello che si poteva temere nel 1999. La procedura trasparente e rispettosa del mercato adottata dalla Banca nazionale si è rivelata

58 BNS, verbale della Direzione generale (1999), 16 dicembre, n. 546.

opportuna anche sotto il profilo reddituale, perché ha permesso di spuntare un prezzo di vendita mediamente superiore alla quotazione dell'oro nell'arco di tempo considerato.

8.3 La politica di investimento della Banca nazionale

DEWET MOSER E THOMAS STUCKI

8.3.1 Introduzione

Nella sostanza la funzione svolta dalle attività patrimoniali della Banca nazionale è rimasta immutata dalla fondazione dell'istituto. Oggi come allora esse servono alla conduzione della politica monetaria e rafforzano la fiducia nel franco e nel sistema finanziario svizzero. Per contro, negli ultimi tre decenni si è notevolmente ampliato il margine di manovra della BNS per quanto concerne la composizione e, in particolare, la gestione dei suoi averi. La politica di investimento è andata sviluppandosi con gradualità. Essa ebbe inizio negli anni settanta nell'ambito delle riserve valutarie, in quanto più importante posta di investimento, che consistevano principalmente in dollari e la cui amministrazione era di natura strategica e orientata alla massima sicurezza e liquidità. Nondimeno, la BNS cercò di sfruttare al meglio le opportunità reddituali disponibili e a questo fine sviluppò a partire dal 1984 una gestione di portafoglio specializzata.

Tuttavia, restrizioni legali, vincoli tecnici di mercato e considerazioni di politica monetaria da parte della Direzione generale impedirono fino alla metà degli anni novanta l'attuazione di una strategia di gestione integrale delle riserve in divise estere. Con la revisione parziale della legge sulla Banca nazionale del 1997, anche l'aspetto reddituale acquistò importanza strategica come criterio di investimento e, dopo l'entrata in vigore della revisione totale della legge sulla Banca nazionale (LBN) nel 2004, anche la politica di investimento fu riconosciuta legalmente quale compito essenziale della BNS. Venero così a realizzarsi i presupposti fondamentali per una politica di investimento moderna volta a ottimizzare il rapporto fra rischio e rendimento, benché sempre in subordine alle esigenze della politica monetaria. Quest'ultima mantiene infatti in ogni caso una posizione di preminenza rispetto ad altre finalità.

Nella sua politica di investimento la BNS si prefigge di salvaguardare la funzione generale di protezione assoluta dalle riserve. Ne è espressione l'obbligo legale di mantenere le stesse – attraverso progressivi accantonamenti – al

livello richiesto dalle esigenze di politica monetaria e di detenerne una certa parte in oro. Per poter costituire gli accantonamenti e le riserve nella misura prescritta la BNS deve realizzare adeguati utili sui propri investimenti; in altri termini, essa non può basare la politica di investimento unicamente sui criteri di sicurezza e liquidità, ma deve tenere in debito conto anche l'aspetto reddituale. Attraverso una politica di investimento professionale la BNS può inoltre rafforzare la propria credibilità e reputazione come amministratrice di una parte del patrimonio nazionale. Per converso, nello svolgere tale funzione essa non può assolutamente rischiare danni di immagine, siccome la sua credibilità non è spartibile fra politica monetaria e politica di investimento⁵⁹.

Il cammino per giungere ad affermare la politica di investimento come uno dei compiti fondamentali della BNS non è stato lineare. Ciò nonostante, nell'ambito delle banche centrali la BNS ha spesso svolto un ruolo di pioniere, sul piano sia dell'assetto operativo che degli strumenti di investimento. È stata infatti fra le prime banche centrali a collaborare con imprese specializzate nella gestione di patrimoni (1978), a dotarsi di una propria gestione di portafoglio (1984), a creare una funzione indipendente di controllo del rischio (1987) e ad investire parte delle riserve valutarie in azioni e obbligazioni di società private (2004)⁶⁰.

8.3.2 *Gli inizi della politica di investimento*

La questione della gestione economica delle riserve valutarie ha assunto rilevanza a partire dalla metà degli anni settanta. Alla luce delle considerevoli perdite subite dalla Banca nazionale nei primi anni di fluttuazione del tasso di cambio del franco, la Direzione generale cercò quanto meno di incrementare i rendimenti sugli averi in dollari. A questo scopo ampliò la quota dei depositi bancari, poiché questi fruttavano interessi superiori a quelli dei buoni del Tesoro statunitensi (*Treasury bills*). Dato che fino alla revisione della legge sulla Banca nazionale del dicembre 1978 il limite di scadenza degli investimenti in valuta estera era legalmente limitato a tre mesi, la loro gestione rimase per lo più passiva, nel senso che la BNS manteneva i depositi fino alla scadenza per poi rinnovarli automaticamente.

Le prime riflessioni in merito alla politica di investimento risalgono al 1976, allorché il sostituto del capo del 1° Dipartimento giunse alla conclusione che anche una banca centrale non dovrebbe esimersi, pur nell'osservanza dei

59 BNS, *Ziele und Restriktionen* (2006), p. 2.

60 *How Countries Manage Reserve Assets* (2003); *RBS Reserve Management Trends* (2005).

requisiti di liquidità e di sicurezza, dal ricercare la massimizzazione del profitto. Veniva così posta in modo chiaro e netto la questione di principio concernente la misura in cui la BNS in quanto banca centrale dovesse, accanto alla politica monetaria, attuare anche una politica di investimento. Da allora venne prestata maggiore attenzione alla gestione delle riserve valutarie. Nel 1978 la BNS stipulò un contratto di consulenza con una società di gestione patrimoniale di New York, affidandole in amministrazione una parte degli averi in dollari.

Con la progressiva espansione degli investimenti, il vincolo di scadenza si dimostrò problematico non soltanto dal punto di vista reddituale: la BNS assorbiva fino a un quarto di singole emissioni di *Treasury bills*, il che nuoceva alla loro liquidità e rischiava persino di intralciare la politica di mercato aperto del Federal Reserve Board. Dopo l'estensione del limite di scadenza da tre a dodici mesi, nel 1978 la BNS decise di elaborare il suo primo piano programmatico per la politica di investimento delle riserve valutarie⁶¹. L'obiettivo era una ripartizione degli impieghi fra le diverse scadenze e una gestione parzialmente attiva, in base alla quale la BNS poteva allungare la durata media del portafoglio, allorché si attendeva tassi di interessi stabili o calanti, e accorciarla quando prevedeva un loro rialzo. La Banca nazionale cercava inoltre di sfruttare temporanee anomalie nella curva dei rendimenti con operazioni di arbitraggio fra diverse serie di *Treasury bills*, e assumeva posizioni su cambiamenti attesi dei differenziali di interesse fra questi titoli di Stato a breve e analoghi strumenti bancari. Nei suoi primi tentativi di gestione dinamica, la BNS si basò soprattutto sulle raccomandazioni del consulente americano, che possedeva una migliore conoscenza del mercato. Nel 1980 essa accrebbe sensibilmente l'ammontare di dollari gestiti e iniziò a computarne i rendimenti secondo il principio *mark-to-market*, considerando sia le plusvalenze e minusvalenze realizzate che quelle latenti. Per la prima volta confrontò i propri risultati con quelli ottenuti da portafogli di riferimento (*benchmark*) al fine di valutare il contributo reddituale della gestione attiva.

8.3.3 Gestione di portafoglio mirata a partire dal 1984

Nel 1983 la Direzione generale decise un primo esteso esame della politica degli investimenti in valuta estera⁶². Essa incaricò un gruppo di lavoro di formularne gli obiettivi nell'ottica di una banca centrale e di valutare le esperienze maturate con l'assetto operativo vigente, anche alla luce delle

61 BNS, verbale della Direzione generale (1979), 27 settembre, n. 608.

62 BNS Arbeitsgruppe Anlagepolitik (1983).

conoscenze apportate dalla moderna teoria di portafoglio⁶³. L'esame sfociò in un piano d'azione che mirava a realizzare un processo di investimento e controllo sistematico. Da quel momento gli averi in valuta avrebbero dovuto essere amministrati secondo i principi della gestione di portafoglio professionale, nella misura in cui ciò era legalmente possibile e non ostacolava la politica monetaria. A questo scopo nel 1984 la Direzione generale creò un'unità di investimento indipendente e separò sotto il profilo organizzativo la gestione di portafoglio dall'area operativa di negoziazione. Venne inoltre deciso di integrare nel portafoglio gli *swaps* in dollari (cfr. 4.6.4), che fino allora erano stati collocati presso la BRI in modo del tutto passivo e indipendentemente dalle riserve valutarie. Un portafoglio di riferimento che rispecchiasse adeguatamente le esigenze della BNS in termini di liquidità, rischio e rendimento degli averi in dollari avrebbe dovuto fungere da parametro per il controllo di *performance*. Una nuova applicazione informatica avrebbe consentito di valutare quotidianamente tutti gli investimenti ai prezzi di mercato e di calcolarne il rendimento. Il servizio operazioni bancarie prescriveva al servizio investimenti una fascia ristretta per la vita residua media del portafoglio valute. Il servizio investimenti – così come il gestore esterno – doveva cercare, mediante un abile posizionamento sulla curva dei rendimenti, di ottenere un reddito superiore a quello del portafoglio di riferimento. Esso era tenuto a informare le istanze superiori con cadenza giornaliera, settimanale e trimestrale, a seconda del livello gerarchico, sui rischi assunti e i redditi conseguiti. Come si poté constatare in seguito, i risultati della gestione di portafoglio interna sarebbero stati nel corso degli anni molto vicini a quelli realizzati dal gestore esterno.

L'esame del 1983 andò tuttavia oltre tale piano d'azione: il gruppo di lavoro propose di verificare la possibilità di estendere ulteriormente il limite di scadenza legale e di migliorare la diversificazione valutaria con l'impiego di strumenti derivati, come *futures* e opzioni. La Direzione generale considerò tali proposte con un certo scetticismo⁶⁴. Essa temeva l'insorgere di potenziali conflitti fra una strategia di investimento più attiva e gli obiettivi di politica monetaria e dava molto peso ai problemi politici che avrebbe potuto suscitare un più marcato orientamento in senso reddituale. Questi temi rimasero nondimeno all'ordine del giorno e caratterizzarono il dibattito interno sulla politica di investimento negli anni seguenti. Nel 1987 la Direzione generale acconsentì infine a una graduale diversificazione in favore del marco tedesco

63 Cfr. ad esempio Rudd (1982).

64 BNS, verbale della Direzione generale (1983), 8 dicembre, n. 659.

e dello yen⁶⁵. Per riguardo verso i rapporti valutari e le banche centrali interessate, con le quali secondo la prassi si sarebbero dovuti concordare preventivamente gli aspetti operativi della ricomposizione delle riserve, la BNS diede avvio all'operazione non prima del 1989⁶⁶. In seguito la quota degli investimenti in marchi e in yen aumentò dal 7% fino al 13% nel 1995.

Frattanto, un numero crescente di analisti finanziari cominciava a mettere in dubbio l'idoneità della vita residua come indicatore della liquidità degli impieghi. Un investimento doveva piuttosto ritenersi liquido se poteva essere smobilizzato rapidamente, anche per grandi importi, senza subire perdite di prezzo. In quest'ottica, la limitazione legale della scadenza non rappresentava più uno strumento adeguato per il controllo della liquidità, anzi, essa poteva addirittura nuocere alla liquidità, in quanto comportava una forte concentrazione degli averi della BNS in determinati segmenti del mercato monetario americano, con la conseguenza che le transazioni effettuate dalla BNS potevano influire sensibilmente sui prezzi. I mercati degli investimenti a breve in marchi e yen erano scarsamente liquidi anche per importi ridotti. Pertanto, nel 1988 la Direzione generale si propose di innalzare se possibile a cinque anni il limite di scadenza per i titoli di Stato nel quadro di una successiva revisione della legge sulla Banca nazionale. Da investimenti a più lungo termine era per giunta da attendersi una maggiore redditività⁶⁷. Nel 1989 la Direzione generale esaminò la possibilità di impiegare *futures* e opzioni. Varie analisi avevano mostrato l'utilità di tali strumenti ai fini di una gestione efficiente delle riserve. Per effetto della loro rapidissima espansione, taluni mercati derivati erano già più liquidi dei sottostanti mercati a pronti. Ma anche per l'utilizzo dei derivati occorreva creare dapprima le necessarie basi giuridiche⁶⁸. I tempi non erano però ancora maturi sul piano politico per un emendamento della legge sulla Banca nazionale motivato principalmente da esigenze di politica di investimento, tanto più che, in confronto anche a molte altre banche centrali, un passo in tal senso avrebbe significato inoltrarsi in territorio inesplorato.

Tuttavia, agli inizi degli anni novanta la BNS ampliò ulteriormente l'ambito di riflessione sulla politica di investimento comprendendovi anche le restanti attività finanziarie. Un gruppo di lavoro interno elaborò una serie di proposte per ottimizzare la struttura degli impieghi e accrescerne la redditività⁶⁹. Le

65 BNS, verbale della Direzione generale (1987), 23 aprile, n. 201.

66 BNS, verbale della Direzione generale (1989), 13 aprile, n. 165.

67 BNS, verbale della Direzione generale (1988), 28 aprile, n. 193.

68 BNS, verbale della Direzione generale (1989), 22 giugno, n. 264.

69 BNS, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994, 1996).

proposte si sforzavano di adattare nel modo migliore le opportunità di investimento con le esigenze imposte dalla funzione di banca centrale e di individuare il margine disponibile per una politica di investimento maggiormente orientata al profitto. Esse miravano a un'estesa diversificazione e, per questo tramite, a un rapporto più favorevole fra rischio e rendimento nel lungo periodo. Il gruppo di lavoro propose di suddividere le attività in un portafoglio di crisi orientato alla sicurezza e liquidità e un portafoglio di investimento orientato al profitto, il quale avrebbe dovuto contenere oltre a obbligazioni internazionali anche titoli azionari. La Direzione generale scartò però l'idea di creare un portafoglio a sé stante, poiché ciò avrebbe potuto destare l'impressione che una parte delle attività della BNS non fosse necessaria per l'espletamento delle funzioni di politica monetaria⁷⁰. Anche la strategia di diversificazione proposta oltrepassava di gran lunga i limiti del quadro legale esistente. Ma nel 1996 giunse infine il momento per una modifica della legge giustificata soprattutto da esigenze di politica di investimento e quindi per un nuovo passo nell'evoluzione di quest'ultima.

8.3.4 *Revisione parziale della legge sulla Banca nazionale del 1997 in funzione della politica di investimento*

Un gruppo di lavoro istituito nel giugno 1996 dalla Banca nazionale e dal Dipartimento federale delle finanze (DFF) ricevette l'incarico di esaminare le possibilità di una gestione più redditizia delle riserve valutarie e di proporre le modifiche di legge necessarie a tal fine. Che la revisione della legge fosse espressamente motivata da esigenze di politica di investimento era evidenziato dalla valenza nel frattempo assunta dall'obiettivo reddituale fra i compiti della BNS. Il gruppo di lavoro si limitò a considerare gli adeguamenti possibili nel quadro di una revisione parziale della legge sulla Banca nazionale e propose tre modifiche. In primo luogo, sarebbe dovuto cadere integralmente il vincolo di scadenza per gli investimenti esteri. Ciò avrebbe permesso alla BNS di detenere obbligazioni lungo l'intera curva dei rendimenti, nonché di investire in valute diverse dal dollaro, considerato che i mercati dei titoli del debito pubblico a lungo termine – a differenza dei mercati monetari – erano sufficientemente liquidi per le esigenze della BNS anche in altri paesi oltre agli Stati Uniti. In secondo luogo, per la gestione dei rischi di mercato la legge avrebbe dovuto autorizzare l'impiego di strumenti derivati sotto forma di contratti a termine (*forwards*, *swaps* e *futures*) e di opzioni, anche per quelle attività che la BNS poteva acquisire in forma diretta. In terzo luogo, sarebbero

70 BNS, verbale della Direzione generale (1996), 19 settembre, n. 370.

state ammesse le operazioni pronti contro termine su titoli per consentire l'accesso della BNS a tale segmento di mercato in rapida espansione. Tali operazioni avrebbero ridotto il rischio degli impieghi collocati presso le banche grazie alla garanzia collaterale in titoli di Stato. Il gruppo di lavoro stimò in circa 400 milioni l'incremento annuo di reddito ottenibile mediante le modifiche di legge proposte⁷¹. La revisione parziale della legge sulla Banca nazionale con i tre emendamenti entrò in vigore il 1° novembre 1997.

8.3.5 Nuovo assetto della politica di investimento a partire dal 1997

In vista di quella revisione, la BNS aveva proceduto a un riesame integrale del processo di investimento, ampliando la struttura organizzativa e potenziando le risorse umane e tecniche al fine di professionalizzare ulteriormente la gestione di portafoglio. In particolare, la Direzione generale aveva definito i tre livelli decisionali seguenti: sul piano strategico intendeva stabilire essa stessa una linea programmatica sotto forma di un portafoglio-obiettivo per le riserve valutarie; entro la cornice dei limiti strategici fissati dalla Direzione, un comitato interno per gli investimenti con rappresentanti dei tre Dipartimenti doveva decidere gli scostamenti tattici dalla strategia ed elaborare le linee-guida per i gestori di portafoglio; sul piano operativo, infine, i gestori amministravano i portafogli loro affidati secondo le direttive impartite dal comitato, e i risultati conseguiti dal comitato e dai gestori erano valutati separatamente in relazione a un portafoglio di riferimento. Per l'elaborazione della strategia di investimento e il monitoraggio dei rischi, la Direzione generale provvide a creare un'unità indipendente di gestione del rischio⁷².

Negli anni seguenti la BNS si avvalse gradatamente del nuovo spazio di manovra legale, migliorando così costantemente il rapporto fra rischio e rendimento dell'attivo di bilancio. Il primo portafoglio-obiettivo nel quadro del nuovo assetto operativo comportò una notevole ricomposizione valutaria e l'allungamento a tre anni della durata finanziaria (*duration*). Nel novembre 1997 la BNS iniziò ad acquistare obbligazioni con vita residua più lunga ed effettuò per la prima volta investimenti in fiorini olandesi. Da allora all'estate 1998 essa ridusse la quota del dollaro sulle riserve valutarie dall'85% al 55%. In gran parte la riallocazione avvenne a favore del marco, ma furono parimenti considerate la corona danese e la sterlina britannica. In tal modo veniva compiuto un passo importante nel senso della diversificazione e della riduzione del rischio di cambio. Il portafoglio diventò più differenziato anche in

71 Messaggio (1997), p. 818.

72 BNS, verbale della Direzione generale (1997), 25 giugno, n. 300.

relazione agli emittenti: obbligazioni in valuta estera di mutuatari sovrani e organizzazioni internazionali, titoli delle agenzie di credito federali americane Fannie Mae e Freddie Mac e obbligazioni fondiari (*Pfandbriefe*) tedesche vennero ad ampliare il ventaglio di investimenti. Per la gestione del rischio di interesse furono impiegati *futures* su tassi di interesse. Con l'avvento nel 1998 delle operazioni pronti contro termine come principale strumento di politica monetaria in luogo degli *swaps* su valute (cfr. 4.6.6), l'ammontare delle riserve valutarie diminuì in misura sensibile: si esaurirono infatti gli afflussi e i deflussi causati in precedenza dai contratti di *swap*, facilitando così la gestione delle riserve stesse.

Nell'ambito della strategia fissata per il 1999, la BNS estese la gamma degli emittenti sovrani ammessi agli undici paesi membri della nuova unione monetaria. In particolare, l'inclusione dei titoli del Tesoro francese e italiano, grazie al loro ampio mercato, migliorò ancora la liquidità degli investimenti in divisa estera. Nel 2000 la quota dell'euro superava per la prima volta quella del dollaro statunitense. La Direzione generale innalzò gradualmente a cinque anni la durata finanziaria del portafoglio, migliorando ulteriormente la relazione fra rendimento e rischio. Al tempo stesso, decise di potenziare la gestione patrimoniale esterna per sfruttare appieno le opportunità di investimento consentite dalla legge e allargare le competenze tecniche. Infatti, da un lato fece ricorso al segmento dei *Mortgage Backed Securities* (MBS), ossia dei titoli statunitensi assistiti da garanzia ipotecaria, dall'altro conferì mandati per l'amministrazione di portafogli obbligazionari in diverse valute. La BNS intendeva così maturare esperienze nella gestione attiva di posizioni valutarie, senza essere direttamente presente sul mercato dei cambi. Circa l'8% degli investimenti in valuta vennero in seguito amministrati da gestori di patrimoni esterni.

Già nei primi anni ottanta la Banca nazionale aveva costituito un portafoglio di obbligazioni sull'interno, che aveva poi incrementato di circa 100 milioni di franchi ogni anno (cfr. 8.1.3). Fin dall'inizio tale portafoglio era stato amministrato secondo regole fisse, poiché una sua gestione attiva avrebbe potuto entrare in conflitto con la conduzione della politica monetaria. Nel 1999 la Direzione generale decise di diversificare maggiormente anche questi impieghi: ai titoli di emittenti interni si aggiunsero obbligazioni in franchi di organizzazioni internazionali, banche e emittenti sovrani esteri, mentre venne progressivamente ridotta la quota delle obbligazioni emesse da banche svizzere in vista della revisione totale della legge sulla Banca nazionale, onde evitare potenziali conflitti di interessi connessi con il nuovo ruolo della BNS quale responsabile della stabilità del sistema finanziario.

Con l'ampliarsi delle opportunità di investimento, aumentarono anche le esigenze poste alla gestione del rischio. Il ventaglio dei rischi di mercato e di credito si era allargato e occorreva quindi adeguare in modo continuo gli strumenti per la misurazione e l'analisi delle esposizioni. A partire dal 1998 la Direzione generale fece eseguire con cadenza regolare analisi di sensitività, stime del *value-at-risk* e simulazioni storiche. Al fine di assicurare una politica di gestione del rischio coerente per tutte le operazioni sul mercato finanziario, nel 1999 la totalità degli impieghi – compresi i portafogli amministrati esternamente – venne integrata nella funzione di controllo interno del rischio. Da allora, i rischi di mercato e di credito sono rilevati e monitorati a livello aggregato. La Direzione generale coinvolse nel controllo del rischio anche il Consiglio di banca, che affidò il compito di vigilanza a una delegazione composta da due dei propri membri. Sul piano operativo la Direzione generale creò un comitato per il rischio con rappresentanti dei tre Dipartimenti. Essa sottolineò l'indipendenza del controllo del rischio, stabilendo che l'unità a ciò preposta avrebbe riferito direttamente alla Direzione generale stessa e all'apposita delegazione del Consiglio di banca.

8.3.6 Ottimizzazione della politica di investimento a partire dal 2004

Nel 1999, alla luce della positiva esperienza maturata con l'emendamento parziale della legge sulla Banca nazionale e in vista della riforma dell'ordinamento monetario e valutario e della revisione totale della legge stessa, la Direzione generale giudicò che il ruolo della Banca nazionale quale gestore di patrimoni e la struttura degli impieghi dovevano essere sottoposti a un nuovo esame approfondito⁷³. Essa incaricò un gruppo di lavoro interno di elaborare proposte per un'ottimizzazione a lungo termine della struttura degli averi della BNS, individuando in tale contesto le possibilità di gestione dei diversi portafogli. Il mandato del gruppo di lavoro andava al di là di un'analisi meramente finalizzata alla politica di investimento⁷⁴: in particolare esso avrebbe dovuto individuare quali rischi di mercato e di credito la BNS poteva assumere in quanto banca centrale e quali categorie di strumenti erano da ritenersi idonee, tenuto conto del suo mandato istituzionale e quindi della preminenza della politica monetaria. Ciò imponeva tutta una serie di vincoli ai quali la politica di investimento avrebbe dovuto attenersi. Ad esempio, l'ammontare delle operazioni pronti contro termine doveva essere tale da consentire una

⁷³ BNS, verbale della Direzione generale (1999), 10 giugno, n. 251.

⁷⁴ BNS, verbale della Direzione generale (1999), 8 luglio, n. 299.

conduzione agevole della politica monetaria; le riserve valutarie dovevano essere investite in modo da conservare il loro potere di acquisto ed essere facilmente liquidabili, specie in situazioni di crisi; altre restrizioni avrebbero dovuto impedire che sorgessero conflitti di interessi con la politica monetaria e che l'attività di investimento potesse nuocere alla reputazione della BNS. Nell'osservanza dei vincoli prestabiliti, il gruppo di lavoro eseguì approfonditi calcoli di ottimizzazione, i cui risultati mostrarono che la BNS poteva procedere oltre nella sua politica di diversificazione. Il rapporto fra rischio e rendimento, in particolare, era ancora migliorabile riducendo ulteriormente gli averi in dollari e acquisendo nuovi tipi di strumenti quali le azioni e obbligazioni societarie⁷⁵. La Direzione generale approvò tali proposte. Per la loro attuazione si sarebbe tuttavia dovuta attendere la revisione totale della legge sulla Banca nazionale.

Accanto alla struttura dell'attivo, il gruppo di lavoro analizzò anche le sue modalità di gestione. In primo piano figurava la questione del tipo di approccio in grado di fornire i risultati migliori: attivo o passivo; esterno o interno. Nel 1993 la BNS sottopose a verifica i mandati esterni. L'analisi evidenziò che per i portafogli obbligazionari standardizzati la gestione attiva esterna non apportava alcun rendimento supplementare e pertanto la BNS revocò i corrispondenti mandati.

Con l'entrata in vigore della revisione totale della legge sulla Banca nazionale nel 2004, sono venuti a cadere tutti vincoli posti all'investimento sul piano giuridico⁷⁶. Il legislatore ha così tratto insegnamento dalle carenze palesate dall'assetto troppo restrittivo della vecchia legge. Al tempo stesso, esso ha sancito il ruolo della gestione patrimoniale quale funzione autonoma della Banca nazionale, prendendo atto della crescente importanza assunta da tale compito nel corso del precedente quarto di secolo. Il messaggio di accompagnamento della legge ne ha evidenziato gli obiettivi sulla scorta della moderna teoria di portafoglio. La legge stessa disciplina le competenze come segue: la Direzione generale decide circa l'investimento delle attività, ossia stabilisce la composizione delle riserve e degli altri impieghi; il Consiglio di banca esercita l'alta sorveglianza sull'intero processo di investimento e di controllo dei rischi (cfr. 10.2.3), accertandone la conformità con i principi fondamentali, assistito in tale compito da un Comitato per il rischio formato da tre dei suoi membri che sorveglia in particolare la gestione del rischio della Banca; i rendiconti sui profili di rischio prodotti dalla competente unità organizzativa

75 BNS, Arbeitsgruppe Aktivenbewirtschaftung (2002).

76 Messaggio (2002), pp. 5449 segg., 5502.

della BNS sono sottoposti direttamente alla Direzione generale e al Comitato medesimo.

La BNS ha preso spunto dalla nuova legge per adeguare sotto l'aspetto formale e materiale il processo di investimento e di controllo. Avuto riguardo alla più ampia libertà di manovra e al conseguente maggiore dovere di rendiconto verso l'esterno, nel maggio 2004 la Direzione generale ha pubblicato su Internet le direttive generali per la politica di investimento, che definiscono i principi fondamentali della strategia, gli strumenti operativi e i lineamenti del processo di gestione e controllo⁷⁷. Inoltre, la BNS ha iniziato a pubblicare su base trimestrale informazioni sulla composizione e il rendimento degli impieghi. La Direzione generale descrive in modo dettagliato l'attività di investimento anche nel rendiconto destinato alle Camere federali e nel Rapporto di gestione. Infine, in occasione dei contatti con i mass media essa informa regolarmente sui più recenti sviluppi in questo ambito.

Sotto l'aspetto materiale sono stati modificati il processo di definizione della strategia e il novero degli strumenti di investimento ammessi. Mentre in precedenza i requisiti di sicurezza, liquidità e redditività erano definiti solo in termini qualitativi, la BNS ha voluto quantificare nel modo più accurato possibile tali criteri, allo scopo di verificare con maggiore rigore le scelte di investimento. All'inizio del marzo 2004 la Direzione generale ha stabilito requisiti minimi per la liquidità delle riserve valutarie e la sicurezza degli impieghi in generale. Essa ha quantificato la propria tolleranza al rischio sotto forma di una fascia di valori per il *value-at-risk*, una misura del rischio di perdita sulle posizioni in essere⁷⁸. Poco dopo ha esteso la gamma degli strumenti di investimento alle obbligazioni e azioni di società private, nell'intento di migliorare il rapporto fra rischio e rendimento⁷⁹. Tuttavia, al fine di preservare la piena capacità di manovra monetaria della BNS e di non mettere a repentaglio la sua immagine a causa di eventuali conflitti di interessi, la Direzione generale ha consentito unicamente l'acquisto di titoli di società estere; inoltre si è decisa per una gestione del portafoglio azioni su base indicizzata e limitata ai valori con grande capitalizzazione di borsa. Con ciò si è voluto evitare che la BNS divenisse un azionista rilevante di singole società. Per quanto riguarda le obbligazioni, è stato abbassato il requisito posto al merito di credito, ammettendo l'intero segmento dei titoli *investment grade*. In tal modo venivano in sostanza accolti i suggerimenti formulati nel 2002 dal gruppo di lavoro sulla struttura dell'attivo.

77 BNS, Politica d'investimento (2004).

78 BNS, verbale della Direzione generale (2004), 4 marzo, n. 71.

79 BNS, verbale della Direzione generale (2004), 18 marzo, n. 91.

Nel luglio 2004 la BNS ha iniziato a mettere in atto le nuove linee strategiche. Essa ha continuato a gestire internamente la maggior parte delle attività, ricorrendo a operatori esterni soltanto per l'amministrazione di titoli particolari come i MBS statunitensi o per permettere un raffronto con le unità di gestione interne. Ai fini del monitoraggio e contenimento dei rischi è stato potenziato il sistema dei portafogli di riferimento nonché delle direttive e dei limiti di esposizione. L'unità di gestione del rischio vigila quotidianamente sull'osservanza delle direttive e dei limiti nelle aree essenziali e, oltre alle stime di *value-at-risk*, effettua analisi di sensitività e prove di stress. Il rischio di credito continua a essere giudicato sulla base di informazioni fornite da agenzie di rating, mentre sul piano operativo la Banca ha rafforzato la responsabilità delle singole istanze competenti in ordine ai risultati conseguiti.

8.3.7 *La gestione degli «attivi liberi», 2000–2005*

Agli inizi del maggio 2000 la Banca nazionale diede inizio alla vendita delle 1300 tonnellate di riserve auree eccedenti (cfr. 8.2.4). Con i proventi realizzati e la giacenza di oro ancora invenduta, costituì un portafoglio a parte, denominato «attivi liberi». Tale portafoglio è stato gestito in base a una strategia di investimento distinta, che però sottostava fino al 2004 alle stesse restrizioni legali vigenti per gli altri impieghi. La Direzione generale si è sforzata di adeguare tale strategia in funzione del presumibile utilizzo e orizzonte temporale delle attività in questione, le quali, diversamente dagli averi monetari, non imponevano peraltro una gestione vincolata alle esigenze di politica monetaria.

La BNS si basò sull'assunto che al momento della cessione delle attività sarebbe stato rilevante il loro valore in franchi e che la cessione stessa sarebbe avvenuta al più presto dopo tre anni. Essa stabilì pertanto che era necessario assumere il minor rischio valutario possibile. La BNS ipotizzò inoltre che, una volta deciso il loro impiego, le disponibilità avrebbero dovuto essere prontamente trasferite, cosicché era opportuno investire in misura preponderante su mercati liquidi. La Direzione generale limitò di conseguenza la quota delle obbligazioni in franchi, pur intendendo sfruttare le opportunità di diversificazione disponibili e realizzare, con un basso rischio di perdita di capitale, un congruo rendimento al di sopra del tasso del mercato monetario in franchi svizzeri⁸⁰. La BNS investì il ricavato delle vendite di oro per il 90% in obbligazioni estere, coprendosi in ampia misura dal rischio di cambio. In

⁸⁰ BNS, verbale della Direzione generale (2000), 22 giugno, n. 283.

tal modo poteva beneficiare della liquidità dei corrispondenti mercati senza incorrere in un'eccessiva esposizione valutaria. Il rimanente 10% fu investito in obbligazioni denominate in franchi. La durata finanziaria del portafoglio era pari a tre anni, ossia inferiore a quella delle riserve in divise estere.

Inizialmente, quando gli attivi liberi consistevano soprattutto in oro non ancora venduto, il loro valore era esposto principalmente a due fattori di rischio: il prezzo dell'oro in dollari e il tasso di cambio dollaro contro franco svizzero. L'accordo sull'oro fra le banche centrali del dicembre 1999 limitava fortemente le possibilità di copertura a termine del prezzo del metallo (cfr. 8.2.4), mentre non era consentito l'impiego di derivati su oro al di fuori del contingente assegnato. La BNS poteva per contro coprirsi dal rischio di minori ricavi risultanti da un deprezzamento del dollaro e così fece, vendendo a termine circa un terzo dei proventi attesi in dollari contro franchi ed euro. Una copertura totale veniva giudicata inopportuna, giacché in passato un indebolimento del dollaro rispetto al franco si era quasi sempre accompagnato a un rincaro dell'oro. Dato che durante il periodo delle vendite di oro il dollaro si è deprezzato di poco meno del 30% scendendo a 1.20 franchi, la copertura dal rischio di cambio si è rivelata pagante.

In seguito alle vendite di oro, i mezzi investiti sono saliti infine a oltre 20 miliardi di franchi. Nel corso del tempo la BNS ha innalzato leggermente l'esposizione ai rischi di interesse e di credito, ma si è coperta in ampia misura dal rischio valutario. In questo modo è stato possibile realizzare proventi maggiori senza mettere in pericolo la sostanza del patrimonio. I redditi da investimento sono confluiti nel conto economico della BNS e, a partire dall'esercizio 2003, sono stati versati alla Confederazione e ai Cantoni in aggiunta alla distribuzione ordinaria di utili⁸¹.

Quando agli inizi del 2005 è divenuto imminente il trasferimento degli averi alla Confederazione e ai Cantoni, la BNS ha ridotto considerevolmente i rischi di mercato coprendo mediante ulteriori vendite a termine il residuo rischio di cambio sulle posizioni in valuta⁸². Fra i primi di maggio e metà giugno 2005 la BNS ha versato in dieci quote settimanali 21,1 miliardi di franchi alla Confederazione e ai Cantoni. I correlativi investimenti hanno potuto essere liquidati agevolmente e senza ripercussioni sui mercati.

81 Accordo aggiuntivo (2003).

82 BNS, verbale della Direzione generale 2005, 20 gennaio, n. 20.

8.4 La distribuzione degli utili

PETER KLAUSER

8.4.1 Introduzione

Sotto il regime dei cambi fissi, le possibilità della Banca nazionale di realizzare profitti erano alquanto limitate. Fra le poste dell'attivo avevano un peso preponderante le disponibilità in oro. Nei primi decenni della sua esistenza la Banca nazionale aveva persino avuto qualche difficoltà a erogare, oltre al dividendo pagato agli azionisti, la compensazione fissa in favore dei Cantoni di 80 centesimi per abitante stabilita dalla legge. La distribuzione di un utile supplementare alla Confederazione e ai Cantoni aveva avuto luogo per l'ultima volta nel 1932⁸³. In seguito la BNS si era astenuta da tale pratica per poter creare in misura modesta riserve tacite.

Con la revoca della convertibilità in oro del dollaro USA, nel 1971, si profilò un sostanziale cambiamento nella situazione reddituale della BNS. Da quel momento le riserve auree non fruttifere di interessi rimasero praticamente stabili, mentre crebbero ulteriormente le disponibilità valutarie fruttifere. La percentuale delle riserve in valuta in rapporto a quelle in oro – computando queste ultime in base alla parità ufficiale – salì da circa il 15% nel 1966 a circa il 460% a fine 1999 (compresi gli *swaps* su valute). Agli inizi degli anni ottanta la BNS cominciò inoltre a costituire un portafoglio di titoli sull'interno da impiegare nelle operazioni di mercato aperto. Per queste ragioni aumentò fortemente il reddito da interessi nel conto economico (cfr. 8.1.4). Un altro punto di svolta fu il passaggio a tassi di cambio flessibili nel gennaio 1973, che espose le riserve valutarie della BNS a un più elevato rischio di perdite⁸⁴.

8.4.2 Aumento della volatilità degli utili e crescenti aspettative di profitto

Durante gli anni settanta e ottanta, l'utile della Banca nazionale subì forti oscillazioni a causa delle variazioni di valore delle attività dovute ai tassi di cambio. Nell'esercizio 1978 la perdita sulle posizioni in valuta superò non soltanto i proventi netti da interessi, ma anche gli accantonamenti costituiti a fronte dei rischi valutari e di altro genere. Il conseguente disavanzo venne più che compensato portando all'attivo riserve occulte sugli averi in oro. In tal modo la BNS poté presentare un utile netto sufficiente a pagare un dividendo del 6% agli azionisti e la compensazione di 80 centesimi pro capite ai Cantoni. Anche negli anni 1977, 1979, 1985, 1986 e 1987 le perdite sugli impieghi

83 BNS (1957), pp. 307 segg.

84 BNS (1982), p. 325.

in valuta superarono i proventi di interessi, ma la differenza poté essere coperta attingendo agli accantonamenti. L'accresciuta volatilità dei ricavi indusse la BNS ad adottare una contabilizzazione più prudente dei risultati. Negli anni ottanta essa decise di creare accantonamenti addizionali per diminuire il rischio di cambio e a questo scopo impiegò in un primo tempo tutti gli utili eccedenti il risultato ordinario d'esercizio⁸⁵.

In verità, nei primi anni ottanta il Dipartimento federale delle finanze (DFF) e l'Ufficio federale dell'economia esterna avevano avanzato la proposta che la BNS fornisse un contributo *à tantum* al finanziamento del bilancio federale, oppure si accollasse una parte del deficit della Garanzia contro i rischi delle esportazioni (GRE). La Direzione generale respinse però tali richieste, che non erano conformi alla normativa di legge sulla distribuzione dell'utile alla Confederazione (un terzo) e ai Cantoni (due terzi). La Direzione generale e il Consiglio di banca erano contrari per principio a distribuzioni addizionali di utili, in quanto vi vedevano un pericolo per la libertà d'azione nella conduzione della politica monetaria e quindi per l'indipendenza dell'istituto di emissione.

Tuttavia, con l'accumularsi degli accantonamenti le sollecitazioni per una distribuzione supplementare di utili si fecero via via più pressanti. Ad esempio, nel 1982 il responsabile delle finanze del Cantone di Ginevra si disse sorpreso di constatare che nonostante l'aumento degli utili la BNS non adeguasse i versamenti. Durante gli anni successivi i direttori cantonali delle finanze intrapresero varie iniziative in questo senso. Nel 1987, in occasione dell'Assemblea generale della BNS, il rappresentante del Cantone di Ginevra si rifiutò di approvare il Rapporto di gestione in segno di protesta⁸⁶. Per buona parte degli anni ottanta la Banca nazionale temette invece che una distribuzione addizionale di utili avrebbe potuto creare un pericoloso precedente e mettere in difficoltà la conduzione della politica monetaria. In occasione di una conferenza tenuta nel marzo 1984, il presidente della Direzione generale, Fritz Leutwiler, mise esplicitamente in guardia contro gli effetti distributivi di un tale versamento e il pericolo di una politicizzazione della Banca nazionale. Il capo del DFF, Otto Stich, era dal canto suo dell'avviso che una distribuzione addizionale di utili dovesse essere presa in considerazione soltanto nel caso in cui le finanze federali fossero sane.

Dopo un periodo in cui le forti perdite di cambio avevano temporaneamente allentato le pressioni sulla BNS, nel 1989 la Direzione generale prese

85 Messaggio (2002), pp. 5437 segg.

86 BNS, verbale della 79ª Assemblea generale ordinaria (1987), pp. 7 seg., 12.

nuovamente in considerazione l'eventualità di una erogazione aggiuntiva di utili a Confederazione e Cantoni. Pur rimanendo scettica a tale riguardo, essa dovette riconoscere che un rifiuto di principio non sarebbe stato plausibile sul piano economico. Ritenne inoltre che, qualora la BNS si fosse mostrata più disponibile al pagamento di dividendi addizionali, avrebbe potuto contrastare più efficacemente le pressioni a effettuare distribuzioni di utili dissimulate, ad esempio sotto la forma dell'accollo di determinati impegni di finanziamento⁸⁷. Nell'autunno 1990 anche il Consiglio federale, nel rispondere a una mozione presentata in seno al Consiglio nazionale, affermò che era giunto il momento di vagliare concretamente la possibilità di una distribuzione supplementare di utili della BNS, dalla quale il Governo si attendeva un contributo al programma di misure previste a quell'epoca per risanare le finanze federali.

8.4.3 *Cambiamento di approccio all'inizio degli anni novanta*

Il bilancio di esercizio 1990 della Banca nazionale riportava accantonamenti a fronte dei rischi valutari pari a 17,1 miliardi di franchi, equivalenti a poco meno di due terzi delle posizioni non coperte di circa 22,5 miliardi⁸⁸. La Direzione generale era giunta alla conclusione che a fine 1990 gli accantonamenti avevano raggiunto un livello sufficiente a coprire gli elevati rischi di cambio e di interesse sulle riserve monetarie. Era incontestabile che la rendita della BNS proveniente dal monopolio di emissione spettasse, secondo la chiave di ripartizione fissata dalla Costituzione e dalla legge, per un terzo alla Confederazione, in quanto detentrica effettiva del monopolio, e per due terzi ai Cantoni in quanto precedenti detentori. Nondimeno, la Direzione generale era dell'opinione che anche nel caso di una distribuzione addizionale di utili la banca centrale dovesse essere in grado di assolvere il suo mandato di politica monetaria e valutaria, senza soggiacere a indebite pressioni sul piano reddituale, e di costituire gli accantonamenti necessari ai fini gestionali e macroeconomici.

La ricerca di una formula di distribuzione convincente non fu semplice. La legge sulla Banca nazionale del 1953 (vLBN) non conteneva alcuna disposizione sul modo di determinare l'utile (articoli 25–27), mentre le norme contabili sussidiarie del codice delle obbligazioni lasciavano per contro un'eccessiva discrezionalità nella creazione di riserve. La nuova regolamentazione avrebbe dovuto stabilire in quale misura i proventi della banca centrale

87 BNS, verbale della Direzione generale (1989), 26 gennaio, n. 54/1.

88 BNS, 83° *Rapport de gestion 1990*, pp. 53, 63, 67.

potevano essere accantonati o dovevano essere distribuiti come utile. Una tale norma non era indispensabile al tempo in cui le attività della BNS non erano esposte a rischi rilevanti. Un fatto incontrovertito era che la distribuzione di utili non avrebbe dovuto comportare alcuna creazione di moneta addizionale da parte della BNS.

Agli inizi del 1992 il DFF e la Banca nazionale convennero uno schema per la distribuzione degli utili che avrebbe influenzato i bilanci degli esercizi successivi⁸⁹. Alla base vi era l'idea che le riserve valutarie della BNS non coperte dal rischio di cambio (investimenti in valuta non abbinati a *swaps*) dovevano crescere in modo continuativo, in quanto assolvevano una funzione importante nel prevenire e contrastare le crisi (cfr. 8.1.5). A ciò si aggiungeva il fatto che a partire dagli anni ottanta la creazione di moneta da parte della BNS non era più collegata a un incremento delle riserve non coperte. Poiché la manovra della massa monetaria avveniva allora mediante *swaps* su valute, ormai le riserve non coperte aumentavano soltanto se la BNS realizzava utili eccedenti e accumulava accantonamenti in misura corrispondente. Su questa base, la BNS avanzò la richiesta che gli accantonamenti fossero incrementati di pari passo con la crescita del prodotto nazionale lordo (PNL), in modo da consolidare la fiducia segnalando all'opinione pubblica che la distribuzione di utili non avrebbe pregiudicato la stabilità del franco svizzero. Il DFF e la BNS non presero in considerazione le riserve in oro, essendo queste immobilizzate in forza della parità aurea del franco allora ancora vigente (cfr. 8.2.4). L'importo residuo dopo la costituzione degli accantonamenti auspicati avrebbe dovuto essere versato alla Confederazione e ai Cantoni come utile addizionale. L'incremento percentuale degli accantonamenti fu definito sulla base della media mobile della crescita annua del PNL nominale durante i precedenti cinque anni. In tal modo era creata la prima regola dello schema di distribuzione.

Date le forti fluttuazioni degli utili di esercizio della Banca nazionale causate dai movimenti dei tassi di interesse e di cambio, il DFF e la BNS avevano ritenuto necessario operare una perequazione delle attribuzioni annuali per facilitare la programmazione finanziaria della Confederazione e dei Cantoni. A tale fine vennero prese in considerazione varie metodologie. Una consisteva nello stabilire il livello degli utili da distribuire sulla base di previsioni dei futuri utili netti medi. In questo modo i beneficiari avrebbero conosciuto in anticipo le somme loro versate, che per giunta sarebbero rimaste costanti durante un arco di tempo convenuto. Lo svantaggio di questo procedimento era che nel caso di errori di previsione – che la BNS non poteva affatto

89 Messaggio (2002), p. 5439.

escludere – si sarebbe dovuto continuamente adeguare le modalità di distribuzione. Venne pertanto preferito il principio secondo cui la BNS avrebbe erogato unicamente gli utili eccedenti effettivamente realizzati. La perequazione fu ottenuta stabilendo per la distribuzione annua un massimale di 600 milioni di franchi. Qualora l'utile distribuibile avesse superato tale limite, l'eccedenza sarebbe affluita agli accantonamenti, mentre le perdite che avessero fatto scendere gli accantonamenti effettivi sotto il livello prefissato avrebbero comportato una riduzione delle erogazioni. Era così definita la seconda regola dello schema di distribuzione degli utili.

Il DFF e la BNS fissarono il massimale a un livello piuttosto basso per ragioni di prudenza, dato che né la Confederazione né i Cantoni erano interessati a una concentrazione delle erogazioni in singoli anni. Inoltre, la Banca nazionale considerava incerta la futura evoluzione degli utili e desiderava comunque maturare una certa esperienza con la distribuzione addizionale di utili. Allo scopo di facilitare ulteriormente la gestione delle finanze pubbliche, fu concordato che la BNS avrebbe versato al DFF le somme da distribuire all'inizio dell'anno successivo all'approvazione del bilancio da parte dell'Assemblea generale. La Confederazione e i Cantoni potevano così iscrivere intorno alla metà dell'anno l'ammontare definitivo degli utili spettanti nel preventivo per l'esercizio seguente. Nel 1993 la BNS distribuì per la prima volta alla Confederazione e ai Cantoni un utile addizionale di 600 milioni relativo all'esercizio 1991.

8.4.4 *Crescenti distribuzioni di utili*

Nell'esercizio 1991 la BNS aveva conseguito un utile elevato, cosicché anche dopo il versamento addizionale di 600 milioni di franchi rimase una notevole eccedenza (di circa 3 miliardi di franchi)⁹⁰. Ciò consentì alla BNS di erogare alla Confederazione e ai Cantoni un ammontare pari al massimale di 600 milioni anche negli esercizi 1992–1994. A metà degli anni novanta apparve chiaro come i proventi sulle riserve valutarie non coperte e di conseguenza gli utili distribuibili fossero soggetti a forti oscillazioni: a causa delle ingenti minusvalenze sulle posizioni in divise estere nel 1994 e 1995, la BNS poté versare alla Confederazione e ai Cantoni soltanto una somma di 142 milioni di franchi per l'esercizio 1995, al termine del quale l'eccedenza distribuibile risultava ormai esaurita⁹¹. Con la rivalutazione, a fine 1996, degli investimenti finanziari negoziabili ai prezzi correnti di mercato, si liberarono ingenti

90 BNS, 84° *Rapport de gestion* 1991, p. 66.

91 BNS, 88° *Rapporto di gestione* 1995, pp. 68 segg.

riserve occulte e l'eccedenza distribuibile aumentò nuovamente in misura considerevole. Il risultato del 1996 consentì di compensare – in deroga allo schema concordato – la differenza per difetto rispetto ai 600 milioni dell'anno prima, di modo che la distribuzione di utili relativa a tale esercizio ammontò in totale a 1058 milioni di franchi⁹². La BNS venne in tal modo incontro alle aspettative della Confederazione e dei Cantoni. Questa «compensazione» a posteriori illustra come l'amministrazione pubblica si fosse già abituata all'erogazione del massimale, integrando la somma nella previsione delle entrate. L'ultima distribuzione di 600 milioni in base allo schema concordato nel 1991 ebbe luogo per l'esercizio 1997.

Lo schema di distribuzione degli utili del 1991 non era stato previsto per un periodo di tempo determinato. Con la revisione parziale della legge sulla Banca nazionale del 20 giugno 1997, vennero a cambiare le basi sulle quali il DFF e la BNS avevano a suo tempo formulato lo schema. Infatti, tale revisione ampliò le possibilità di investimento della BNS, ponendo le premesse per una gestione più efficiente delle riserve e il conseguimento di maggiori proventi. Nel messaggio del Consiglio federale si stimava un incremento degli utili di circa 400 milioni annui⁹³. Inoltre, nell'esercizio 1997 l'eccedenza distribuibile, ossia la differenza fra il livello effettivo degli accantonamenti e quello auspicato, era salita a ben 9,7 miliardi di franchi⁹⁴. Infine, la Confederazione e i Cantoni si dissero favorevoli a una perequazione ancora più marcata delle erogazioni, al fine di aumentare il grado di certezza nella programmazione finanziaria. Vi era quindi un'impellente necessità di sostituire lo schema concordato nel 1991 con una nuova regolamentazione.

Al termine di spedite negoziazioni, il 24 aprile 1998 si giunse alla conclusione di un nuovo accordo. Il DFF e la BNS mantennero fermo il principio secondo cui gli accantonamenti della banca centrale avrebbero dovuto aumentare di pari passo con la crescita nominale del prodotto nazionale lordo, mentre vennero modificati il metodo di perequazione e il livello delle erogazioni. Fu stabilita una distribuzione annua costante per un periodo di cinque anni, basata su una previsione di utile della BNS. Il desiderio della Confederazione e dei Cantoni di poter contare su un sicuro flusso di risorse prevalse così sul principio di versare soltanto le eccedenze effettivamente realizzate. L'impegno della BNS a mantenere costanti per cinque anni gli utili di bilancio venne tuttavia accompagnato da una rete di sicurezza, affinché il metodo

92 BNS, 89° *Rapporto di gestione 1996*, pp. 61, 70, 80.

93 Messaggio (1997), pp. 792, 818.

94 BNS, 90° *Rapporto di gestione 1997*, p. 86.

per la determinazione degli utili non perdesse di credibilità. Le parti convennero che, qualora gli accantonamenti della BNS fossero scesi a meno del 60% del livello auspicato, le erogazioni a favore della Confederazione e dei Cantoni sarebbero state ridotte, o sospese del tutto, anche nel corso del quinquennio. La distribuzione annua per il periodo 1998–2002 venne fissata in 1,5 miliardi di franchi⁹⁵. Questo importo era formato da due componenti: da un lato, l'abbattimento programmato delle eccedenze distribuibili pregresse, dall'altro i proventi futuri sulle attività, stimati ipotizzando un rendimento medio annuo del 3%.

Il fatto che il livello delle distribuzioni si mantenesse costante per un lungo periodo di tempo permetteva alla BNS di trasferire gli utili al DFF immediatamente dopo l'Assemblea generale. Al fine di meglio distribuire le erogazioni nella fase di transizione fra il vecchio e il nuovo accordo, si decise che l'utile di 600 milioni per l'esercizio 1997 non fosse versato nel gennaio 1999, bensì già a fine aprile 1998. Di fatto nella primavera 1998 vennero così messi in pagamento a favore della Confederazione e dei Cantoni gli utili per gli esercizi 1996 e 1997, per un totale di 1200 milioni di franchi.

Negli esercizi 1998–2001 la BNS realizzò profitti molto elevati. Essa poté quindi erogare senza problemi la somma convenuta di 1,5 miliardi, e a fine 2001 l'eccedenza distribuibile raggiunse l'ammontare di 13,4 miliardi⁹⁶. Le previsioni reddituali formulate dalla BNS ai fini dell'accordo di distribuzione degli utili del 1998 si rivelarono pertanto eccessivamente prudenti.

8.4.5 *Gli accordi del 2002 e 2003*

Per il DFF e la Banca nazionale era fuor di dubbio che il notevole divario degli accantonamenti effettivi rispetto all'ammontare di riferimento doveva essere corretto al termine del periodo quinquennale. Anche nel corso di interventi parlamentari era stato insinuato che gli accantonamenti della Banca nazionale fossero eccessivi.

Il DFF e la BNS discussero varie opzioni per assorbire l'elevata eccedenza. Tutte le proposte si basavano su una proiezione degli utili nell'arco del decennio 2003–2012. Una variante presa seriamente in considerazione dalla BNS prefigurava l'utilizzo immediato degli accantonamenti in eccesso mediante un versamento *una tantum*. Il Consiglio federale e la Direzione generale della BNS si decisero infine per una variante che prevedeva un perequazione più forte con l'obiettivo di esaurire interamente l'eccedenza distribuibile entro la

⁹⁵ Messaggio (2002), p. 5440.

⁹⁶ BNS, *94° Rapporto di gestione 2001*, p. 104.

fine dell'esercizio 2012. Il 5 aprile 2002 le due parti conclusero una convenzione in questo senso per la durata di dieci anni. Sebbene l'utilizzo dell'eccedenza si estendesse sull'arco di un intero decennio, i versamenti annui potevano essere aumentati considerevolmente. Essi vennero fissati in 2,5 miliardi a partire dall'esercizio 2003, e al tempo stesso si concordò di portare ugualmente a 2,5 miliardi l'utile pagabile nella primavera 2003 a fronte dell'esercizio 2002 mediante un'erogazione supplementare straordinaria di 1 miliardo⁹⁷. Per contro, il DFF e la BNS esclusero dall'accordo i redditi derivanti dai cosiddetti attivi liberi, basandosi concordemente sull'assunto che nella votazione popolare del 22 settembre 2002 sarebbe stato deciso un altro utilizzo per le riserve auree eccedenti (cfr. 9.4.4). La BNS notificò chiaramente all'opinione pubblica che, a causa del più basso livello delle attività, a partire dal 2013 il suo potenziale di reddito si situerà probabilmente intorno ai 900 milioni di franchi all'anno⁹⁸. Tale previsione si fondava su un rendimento atteso annuo di appena il 3% sull'intero attivo di bilancio, comprese le disponibilità monetarie in oro rimaste in possesso della BNS.

Nel dettaglio l'accordo del 2002 conteneva vari perfezionamenti. La regola secondo cui la BNS avrebbe incrementato gli accantonamenti di pari passo con la crescita dell'economia assumeva ora come grandezza di riferimento il prodotto interno lordo (PIL) – in luogo del prodotto nazionale lordo – stante la maggiore facilità e rapidità con cui sono ottenibili i dati. La base di calcolo per il livello degli accantonamenti auspicati comprendeva i rischi sulla totalità delle riserve monetarie. Il fatto che nella stima del rischio fossero comprese anche le disponibilità auree, pari a 1290 tonnellate, era la logica conseguenza della valutazione del metallo ai prezzi di mercato a partire dal 1° maggio 2000 (cfr. 9.5.5). Anche l'accordo del 2002 prevedeva una soglia minima per il livello degli accantonamenti. Qualora l'ammontare effettivo fosse risultato inferiore di oltre 10 miliardi a quello auspicato, le erogazioni di utili per l'esercizio in questione sarebbero state ridotte in misura corrispondente, mentre sarebbero aumentate nel caso in cui gli accantonamenti effettivi avessero superato di oltre 10 miliardi il livello programmato. Data l'elevata incertezza che si accompagna a previsioni reddituali sull'arco di un decennio, l'accordo avrebbe dovuto essere sottoposto a verifica dopo cinque anni, adeguando se necessario l'importo degli utili da distribuire.

Il versamento annuo di 2,5 miliardi non sarebbe durato a lungo, perché nel frattempo il contesto era nuovamente mutato. Dopo il doppio «no» nella

97 Messaggio (2002), p. 5440.

98 BNS, 95° Rapporto di gestione 2002, p. 49.

votazione popolare del 22 settembre 2002 all’iniziativa sull’oro e al controprogetto dell’Assemblea federale (cfr. 9.4.4), il Consiglio federale e la Banca nazionale non potevano più contare su una rapida dismissione delle attività non necessarie ai fini della politica monetaria. Dal canto suo, la BNS aveva già venduto a fine 2002 una buona metà delle 1300 tonnellate di oro di cui era prevista la cessione, investendone il ricavato in attività fruttifere. Poiché in tal modo veniva ad accrescersi il suo potenziale di reddito, ci si domandò se si dovesse tenere conto di questo fatto nella distribuzione degli utili. Il DFF era in particolare a favore di una regolamentazione integrativa dato che, fino alla decisione finale sulla destinazione dell’oro, i proventi realizzati sugli attivi liberi sarebbero affluiti nel conto economico ordinario della BNS assieme ai ricavi «regolari», cosicché senza un’erogazione addizionale sarebbe stato ritardato il previsto abbattimento dell’eccedenza distribuibile. La Direzione generale per contro non riteneva che tale prospettiva fosse un serio inconveniente, stante che l’accordo del 2002 prevedeva la possibilità di una maggiorazione degli utili distribuiti a partire dal 2007. Il Consiglio federale insistette però per un trasferimento quanto più rapido possibile dei redditi sugli attivi liberi che, secondo la normativa vigente, sarebbero stati versati per un terzo alla Confederazione e per due terzi ai Cantoni.

Nell’accordo aggiuntivo del 12 giugno 2003 sulla distribuzione dei redditi provenienti dalle attività patrimoniali della Banca nazionale non più necessarie, il DFF e la BNS convennero che oltre alla somma di 2,5 miliardi stabilita per il 2002 sarebbe stato erogato ogni anno un importo fisso stimato in via preventiva. Questa disposizione si conformava al desiderio dei Cantoni di beneficiare di entrate per quanto possibile prevedibili. Il DFF e la BNS concordarono che, con il procedere delle vendite di oro, la somma addizionale annua sarebbe salita da 300 milioni nella primavera 2004 (per l’esercizio 2003) a 400 milioni nella primavera 2005 (per l’esercizio 2004) e quindi a 500 milioni a partire dalla primavera 2006 (per l’esercizio 2005)⁹⁹.

8.4.6 *Culmine dei versamenti con la distribuzione del ricavato dell’oro*

L’accordo aggiuntivo rappresentava una soluzione transitoria da applicarsi fino all’entrata in vigore di una regolamentazione definitiva sull’impiego degli attivi liberi. La Confederazione e i Cantoni si mostrarono assai soddisfatti in merito all’intesa. Tuttavia, in una lettera del 12 giugno 2003 indirizzata al capo del DFF, Kaspar Villiger, il Consiglio di banca e la Direzione generale rilevavano con preoccupazione che, in seguito al nuovo aumento, la

⁹⁹ Messaggio (2003), pp. 5348 segg.

distribuzione di utili a Confederazione e Cantoni aveva chiaramente raggiunto un livello non sostenibile a più lungo termine, e che il successivo ritorno a un «livello normale», equivalente a circa 1 miliardo, avrebbe potuto comportare notevoli problemi politici.

D'altra parte, l'accordo aggiuntivo era valido solo per due esercizi. Più rapidamente del previsto, dopo l'insuccesso del secondo progetto sull'oro in Parlamento, si pervenne alla distribuzione a Confederazione e Cantoni del ricavato dalla vendita dell'oro (cfr. 9.4.7 e 9.4.8). Nella primavera 2005 la BNS versò, in aggiunta all'utile concordato di 2,9 miliardi per l'esercizio 2004, anche il corrispettivo di 21,1 miliardi di franchi della cessione dell'oro. Con un totale di 24 miliardi erogati nel 2005, la distribuzione di utili raggiunse il 5% del PIL della Svizzera, ossia un livello di portata storica. La BNS compensò la conseguente creazione di moneta mediante operazioni di segno opposto sul mercato monetario, cosicché in nessun momento venne messa in pericolo la politica di stabilità¹⁰⁰. Dopo questo picco le erogazioni annue sono ridiscese a 2,5 miliardi, dato che con il versamento dei proventi delle vendite di oro è venuto a decadere l'accordo del 12 giugno 2003 sulla distribuzione addizionale di redditi derivanti dagli attivi liberi.

Fra il 2002 e il 2005 la BNS aveva innalzato in rapida successione da 1,5 a 2,9 miliardi le regolari erogazioni annue a Confederazione e Cantoni. Per le amministrazioni pubbliche pareva essere cominciata una sorta di età dell'oro, tanto più che la Banca nazionale doveva ancora versare il ricavato delle vendite di oro. Nonostante tutto, lo schema elaborato nei primi anni novanta aveva dimostrato la sua validità dal punto di vista della BNS. La regola per la determinazione dell'utile d'esercizio ha consentito alla BNS di assicurare per un lungo arco di tempo la necessaria dotazione di riserve, indipendentemente dall'evoluzione della base monetaria. Essa è stata inoltre recepita nella nuova legge sulla Banca nazionale (art. 30 LBN), che impegna la BNS a basarsi sull'andamento dell'economia svizzera nella costituzione degli accantonamenti. Nella nuova LBN ha trovato accoglimento anche il principio secondo cui i versamenti annui di utili a Confederazione e Cantoni debbano essere stabilizzati nel medio periodo (art. 31).

¹⁰⁰ Cfr. Hildebrand und Jordan (2005).

Fonti

Accordo aggiuntivo (2003) fra il DFF e la BNS sulla distribuzione degli utili della BNS, 12 giugno, archivio BNS.

BNS, Arbeitsgruppe Aktivenbewirtschaftung (2000), rapporto intermedio, marzo, archivio BNS.

BNS, Arbeitsgruppe Aktivenbewirtschaftung (2002), rapporto finale, archivio BNS.

BNS, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994), rapporto intermedio, agosto, archivio BNS.

BNS, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1996), rapporto finale, settembre, archivio BNS.

BNS, Arbeitsgruppe Anlagepolitik (1983), rapporto, settembre, archivio BNS.

BNS, Arbeitsgruppe Anlagepolitik und Gewinnausschüttung (1996), rapporto finale, novembre, archivio BNS.

BNS, Goldmünzen (1978), perizia del prof. R. Jagmetti, 21 aprile, archivio BNS.

BNS, Interventionen am Devisenmarkt (1983), documenti vari per il seminario di studio della Direzione generale, 13 luglio, archivio BNS.

BNS, Obligationenkäufe (1991), Standortbestimmung, progetto presentato dal 2° Dipartimento alla Direzione generale, 23 aprile, archivio BNS.

BNS, Politica di investimento (2004), Directives générales de la Banque nationale suisse (BNS) sur la politique de placement, 27 maggio, (<http://www.snb.ch>, rubrica Fondements juridiques).

BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.

BNS, Tauschgeschäfte Goldmünzen/Goldbarren (1979), Tauschgeschäfte Goldmünzen/Goldbarren, nota all'attenzione del prof. dr. Schürmann, 13 agosto, archivio BNS.

BNS, verbale della Direzione generale (vari anni), archivio BNS.

BNS, verbale della 79ª Assemblea generale ordinaria (1987) degli azionisti della BNS del 24 aprile, archivio BNS.

BNS, Ziele und Restriktionen (2006), progetto n. 77 (2004–2008) indirizzato dalla Direzione generale al Consiglio di banca e concernente gli obiettivi e i vincoli inerenti alla politica di investimento della BNS, 31 marzo, archivio BNS.

Boll. Uff., Bollettino ufficiale dell'Assemblea federale (vari anni).

Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1997), Nouvel article constitutionnel sur la monnaie, rapporto, 24 ottobre, Berna, biblioteca BNS, Zurigo.

Messaggio (1997) concernente la revisione della legge sulla Banca nazionale del 17 marzo, FF 1997 II 721.

Messaggio (2002) concernente la revisione della legge sulla Banca nazionale del 26 giugno, FF 2002 5413.

Messaggio (2003) concernente l'utilizzazione delle 1300 tonnellate di oro della Banca nazionale e l'iniziativa popolare «Utili della Banca nazionale per l'AVS» del 20 agosto, FF 2003 5340.

Bibliografia

- BNS (1957), *Banca nazionale svizzera 1907–1957*, [Zurigo, BNS]).
- BNS (1982), *75 anni Banca nazionale svizzera. Gli anni dal 1957 al 1982*, Bellinzona, Edizioni Casagrande SA.
- Cross J. (2000), *Gold Derivatives: The Market View*, Londra, World Gold Council.
- Gold Survey* (1999), Londra, Gold Field Mineral Services.
- Grubel, H. G. (1971), The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature, *Journal of Economic Literature*, 9 (4), pp. 1148–1166.
- Hildebrand, P. M. and T. J. Jordan (2005), Eine Transaktion von historischem Ausmass, Details zur Ausschüttung der Golderlöse der Nationalbank, *Neue Zürcher Zeitung* n. 82, 9 aprile, p. 29.
- How Countries Manage Reserve Assets* (2003), Londra, Central Banking Publications.
- Junod, C.-A. (1988), Kommentar zu Art. 38/39 BV. In J.F. Aubert, K. Eichenberger, J.P. Müller, R.A. Rhinow und D. Schindler (a cura di), *Kommentar zur Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 29. Mai 1874*, Basilea [ecc.], Helbing&Lichtenhahn [ecc.], pp. 1–31.
- Nobel P. (1987), Notenbank und Banknoten. In D.-C. Dicke und T. Fleiner-Gerber (a cura di), *Staat und Gesellschaft*, Festschrift für Leo Schürmann, Friburgo, Universitätsverlag, pp. 291–316.
- O’Callaghan, G. (1993), The Structure and Operation of the World Gold Market, *IMF Occasional Papers*, 105, Washington DC, FMI.
- RBS Reserve Management Trends* (2005), Londra, Central Banking Publications.
- Roger, S. (1993), The Management of Foreign Exchange Reserves, *Bank for International Settlements Economic Paper*, 38 (luglio), Basilea, BRI.
- Roth, J.-P. (1999), A view on Switzerland in the run up to the demonetisation of gold, Relazione presentata alla 22^a Annual FT World Gold Conference, 14 giugno, biblioteca BNS, Zurigo.
- Rudd, C. (1982), *Modern Portfolio Theory*, Homewood IL, Dow Jones Irwin.
- Ruoss, E. (1992), *Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 1907–1929: Grundlagen, Ziele, Instrumente*, tesi di dottorato, Zurigo, [s.n.].
- Schürmann, L. (1980), *Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse: Kommentar und Textausgabe*, Berna, Stämpfli.
- Ungern-Sternberg, T. von (1996), The Swiss National Bank and Seignorage, *DEEP Working Papers*, 9601, Losanna, Università di Losanna, Département d’économétrie et d’économie politique.

9 Riforma dell'ordinamento monetario

9.1 Problemi dell'ordinamento monetario tradizionale

PETER KLAUSER

9.1.1 *Introduzione*

Nella pubblicazione del giubileo «75 anni Banca nazionale svizzera» si affermava già che la «soluzione della questione dell'oro», ossia l'abbandono della parità aurea del franco, non sarebbe stata possibile senza un riassetto generale dell'ordinamento monetario svizzero. La Banca nazionale pensava che questo compito sarebbe stato adempiuto entro gli anni ottanta¹.

I lavori si protrassero tuttavia per molto tempo prima che l'esauritiva riforma dell'ordinamento monetario svizzero diventasse realtà. Questo ritardo è imputabile a diversi motivi: in primo luogo, l'irrisolta questione dell'oro non ostacolava direttamente la gestione della politica monetaria; in secondo luogo, la BNS era consapevole che il nuovo ordinamento monetario svizzero doveva essere sancito a livello costituzionale, ma la revisione totale della costituzione federale, a quel tempo già sul tappeto, subì tuttavia notevoli ritardi; in terzo luogo, la BNS si aspettava che il dibattito in atto sull'istituzione di un'unità monetaria europea incentivasse la riforma. Quest'ultima fu quindi attivata solo all'inizio degli anni novanta.

Qui di seguito, per ordinamento monetario intendiamo sia le pertinenti norme a livello costituzionale sia le norme rilevanti a livello di legge e di ordinanze.

9.1.2 *Il diritto monetario costituzionale e legislativo dopo la seconda guerra mondiale*

Il franco svizzero rimase ancorato all'oro più a lungo rispetto alle monete di tutti gli altri paesi industriali. Dopo la seconda guerra mondiale, il costituente e il legislatore incontravano difficoltà a seguire i numerosi e continui mutamenti delle condizioni quadro internazionali della politica monetaria. A prescindere dall'interdipendenza internazionale del settore monetario, in Svizzera si cercò di salvare accanitamente le apparenze di un'autonomia normativa nazionale.

1 BNS (1982), pp. 162 seg.

Sino alla metà del ventesimo secolo la determinazione del valore esterno della moneta era considerata parte della sovranità nazionale. Alla Conferenza internazionale di Bretton Woods nel luglio 1944 fece breccia però la convinzione che «an exchange rate in its very nature is a two-ended thing, and that changes in exchange rates are therefore properly matters of international concern»². Il Fondo monetario internazionale (FMI), costituito al termine di questa conferenza, si prefisse di istituire un sistema monetario internazionale con tassi di cambio stabili e di introdurre la convertibilità di tutte le monete. Il sistema dei tassi fissi venne raggiunto con lo strumento della parità di cambio aurea (*gold exchange standard*). Ogni membro dell’FMI era obbligato a fissare il valore della sua moneta rispetto all’oro o al dollaro statunitense e a fare in modo che le oscillazioni dei tassi fossero minime rispetto alla parità mediante l’acquisto e la vendita di oro o di monete convertibili in oro. Era possibile modificare la parità solo in caso di «squilibri fondamentali della bilancia dei pagamenti» e d’intesa con l’FMI³. All’epoca la Svizzera rinunciò ad aderire alle istituzioni di Bretton Woods poiché le autorità temevano la connessa «rinuncia alla sovranità monetaria»⁴.

In quel periodo il costituente svizzero si accingeva ad abrogare l’obbligo di «rimborsare» (in metallo prezioso) i biglietti di banca, sancito dal 1891 nell’articolo 39 capoverso 6 della vecchia costituzione federale (vCost.). Nel messaggio del 5 novembre 1948 concernente la revisione dell’articolo 39 vCost., il Consiglio federale propose di legalizzare l’obbligo di accettazione per i biglietti di banca (corso legale) introdotto nel 1936 mediante il diritto d’emergenza⁵. Nel frattempo era infatti diventato evidente che gli altri Stati non avevano più l’intenzione di ritornare al regime del tallone aureo (*gold standard*) e la Svizzera, reintroducendo unilateralmente l’obbligo della conversione per i suoi biglietti di banca, avrebbe rischiato la contrazione delle riserve di oro della BNS. Il progetto, che il Parlamento adottò praticamente invariato, fu comunque respinto nella votazione popolare del 22 maggio 1949. Il popolo temeva che lo Stato non fosse in grado di assicurare in modo sufficiente la stabilità del valore monetario qualora i biglietti di banca si riducessero a mera cartamoneta e la loro copertura aurea non fosse sancita a livello costituzionale⁶. Il fatto che, anche in caso di perdita della fiducia del pubblico nell’istituto d’emissione, i biglietti di banca svizzeri non fossero più convertibili in oro non era stato assolutamente capito.

2 Cfr. Gold (1982), p. 176.

3 BNS (1982), p. 81.

4 BNS (1957), p. 283.

5 Message (1948), p. 714.

6 Cfr. Junod (1988), art. 39 n. 6.

Non stupisce quindi che nel 1951 la revisione dell'articolo sulla banca d'emissione⁷ fosse poco lungimirante: il costituente non volle escludere in modo definitivo il ritorno al tallone aureo, ma solo in «tempi di guerra» e in caso di «perturbamenti della situazione monetaria» (art. 39 cpv. 6 vCost.)⁸. Per tali ipotesi, la legge del 1953 sulla Banca nazionale obbligò la BNS a «mantenere il valore del franco alla parità prescritta dalla legge» (art. 22, secondo periodo, vLBN). In un certo senso, si era trovata una scappatoia per far sì che il franco svizzero, mediante la determinazione di una parità aurea, potesse unilateralmente essere allineato al sistema dei tassi fissi di Bretton Woods. La costituzione federale menzionava inoltre espressamente l'oro come parte integrante della copertura prescritta delle banconote in circolazione (art. 39 cpv. 7 vCost.).

La revisione del 1952 della legge sulle monete fu caratterizzata da un'ambivalenza analoga. Da un lato, il «saggio monetario» (questa nozione, risalente all'articolo sulla moneta della costituzione federale del 1874 – art. 38 cpv. 3 vCost. – comprendeva anche la competenza della Confederazione di fissare la parità del franco svizzero) fu aggiustato al livello della svalutazione del 1936; nel diritto nazionale venne cioè introdotta la parità di cambio aurea di Bretton Woods. D'altro lato, la legge sulle monete mantenne per la Confederazione la possibilità di coniare nuove monete d'oro con potere liberatorio illimitato (cosiddette monete correnti), continuando in tal modo a riferirsi al tallone aureo.

In occasione dell'entrata in vigore della legge del 1953 sulla Banca nazionale, il Consiglio federale decretò il corso legale dei biglietti di banca e abrogò l'obbligo della BNS di convertirli in oro⁹. Il franco svizzero rimaneva quindi ancorato al principio costituzionale della circolazione aurea. Ma, avvalendosi di numerose clausole d'eccezione, l'ordinamento monetario svizzero del dopoguerra equivalse di fatto alla parità di cambio aurea: l'oro non serviva più come mezzo di pagamento all'interno del Paese, ma, depositato presso la banca centrale, esisteva a copertura parziale dei biglietti di banca emessi. Fungeva, inoltre, da mezzo di pagamento internazionale tra banche d'emissione, che in questo modo poterono compensare sino a un determinato grado gli squilibri delle bilance dei pagamenti. I «perturbamenti della

7 Rapporto del Consiglio federale sulla domanda d'iniziativa popolare per la revisione dell'articolo 39 della costituzione (Iniziativa per la moneta franca) del 21 aprile 1950, FF 1950, pp. 279 segg.

8 Per la nozione di «perturbamenti della situazione monetaria» cfr. Schürmann (1980), art. 22 n. 5.

9 Decreto del Consiglio federale del 29 giugno 1954 concernente il corso legale dei biglietti di banca e la soppressione del loro rimborso in oro, RU 1954 557.

situazione monetaria» erano così diventati uno stato permanente sanzionato dalla legge¹⁰.

9.1.3 Parità aurea legale del franco e tassi di cambio flessibili

Il 15 agosto 1971, gli Stati Uniti abolirono la convertibilità in oro del dollaro; il rapporto fisso di scambio tra oro e dollaro era sospeso. Tuttavia, le nuove parità fissate nel dicembre 1971 dalle autorità monetarie del Gruppo dei Dieci nel cosiddetto Accordo smithsoniano – con svalutazione del dollaro statunitense – sopravvissero soltanto nei 14 mesi successivi. Il riallineamento monetario fallì nel febbraio 1973. I principali paesi industriali rinunciarono ai tassi di cambio fissi nei confronti del dollaro statunitense e lasciarono fluttuare le loro monete oltre i margini di variazione prescritti. Il 23 gennaio 1973, d'intesa con il Consiglio federale, la BNS aveva già rinunciato a intervenire sul mercato valutario per difendere la parità del franco¹¹.

La decisione, in origine considerata temporanea, di liberalizzare il tasso di cambio del franco sconvolse l'ordinamento monetario svizzero. La parità aurea fissata dal Consiglio federale il 9 maggio 1971¹² in virtù della legge del 1970 sulle monete¹³ non permise più di determinare il corso del cambio del franco siccome nessuna delle altre monete era ancora vincolata all'oro¹⁴. La BNS non poteva quindi più adempiere l'obbligo di cui all'articolo 22 vLBN di mantenere il valore del franco alla parità prescritta dalla legge. La parità serviva ormai solo come criterio d'iscrizione a bilancio delle riserve di oro della BNS. Tali quantitativi rimasero praticamente immobilizzati per quasi tre decenni, poiché una prescrizione relativa alla compera e alla vendita di oro fissava un prezzo soglia che poteva scostarsi dalla parità al massimo dell'1,5% verso il basso o verso l'alto¹⁵.

9.1.4 Crescente divario tra diritto monetario e realtà monetaria

Nel sistema dei tassi di cambio flessibili imperava in un primo tempo la forza normativa dei fatti. Nel 1978, il diritto internazionale riconobbe la libertà degli Stati di determinare i tassi di cambio. Mediante una revisione degli statuti (art. IV sez. 2b), l'FMI autorizzò gli Stati membri a fissare il

10 Cfr. Klauser (1997b), p. 189.

11 BNS (1982), p. 229.

12 Decreto del Consiglio federale del 9 maggio 1971 che stabilisce la parità aurea del franco, RU 1971 465.

13 Legge federale del 18 dicembre 1970 sulle monete, RU 1971 360.

14 Cfr. Richli (1988), p. 349.

15 Art. 3 del decreto del Consiglio federale del 29 giugno 1954 concernente il corso legale dei biglietti di banca e la soppressione del loro rimborso in oro, RU 1954 557.

valore delle loro monete in qualsiasi modo, fatta eccezione della parità aurea. L'oro era quindi demonetizzato nel diritto internazionale. Nella primavera 1992, la Svizzera divenne membro delle istituzioni di Bretton Woods (cfr. 6.2.1)¹⁶. Sebbene le norme interne svizzere per determinare il corso del franco fossero in netta contraddizione con gli statuti dell'FMI, quest'ultimo accettò senza riserve la dichiarazione di adesione della Svizzera. Ciò fu possibile solo perché il Fondo, nel valutare l'adempimento delle condizioni di adesione da parte della Svizzera, si era fondato unicamente sull'ordinamento monetario effettivamente applicato. Da quel momento, la determinazione del tasso di cambio del franco mediante la parità aurea non solo non era di fatto più possibile, ma era anche giuridicamente esclusa¹⁷.

Il diritto monetario scritto appariva sempre più un quadro giuridico irrealistico, come tra l'altro dimostrato da taluni conflitti di norme. L'obbligo della copertura aurea minima dei biglietti di banca emessi (art. 19 cpv. 2 vLBN) era rimasto intatto esattamente come la parità aurea (art. 2 della vecchia legge sulle monete). Dato che i biglietti in circolazione negli anni ottanta e novanta erano aumentati in media del 2% all'anno, nel 1996 la copertura aurea dei biglietti in circolazione si avvicinava al limite legale inferiore del 40%. Nel contempo l'iscrizione a bilancio dell'oro in base al prezzo alla pari non poteva essere soppressa senza una modifica costituzionale, visto che la nozione del saggio monetario era sancita nella costituzione (art. 38 vCost.). In queste condizioni, il Consiglio federale propose al Parlamento, su domanda della BNS, di ridurre dal 40% al 25% la copertura aurea minima nell'ambito della revisione parziale del 1997 della legge sulla Banca nazionale¹⁸. La BNS poté in tal modo rispettare nuovamente senza problemi la prescrizione relativa alla copertura sino alla prevista revisione dell'ordinamento monetario.

Da ultimo, la divergenza tra diritto monetario scritto e reale comportò tacitamente un trasferimento di competenze dal Consiglio federale alla BNS: non era più il Consiglio federale a fissare (conformemente all'art. 2 della legge del 1970 sulle monete) il valore esterno della moneta, bensì il libero gioco dell'offerta e della domanda che dipendeva in primo luogo dal corso della politica monetaria e sul quale la BNS cercò più volte di influire mediante interventi sul mercato valutario. A prescindere dall'obbligo di coordinare le decisioni importanti di politica monetaria e congiunturale, introdotto nel

16 Decreto federale del 4 ottobre 1991 concernente l'adesione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods, RU 1992 2570.

17 Cfr. Klauser (1997b), p. 193.

18 Messaggio (1997), pp. 813 seg.

1978 nella legge sulla Banca nazionale, la politica valutaria svizzera era divenuta di fatto di competenza della Banca centrale.

9.1.5 *Persistenza di uno statuto giuridico fittizio, in attesa di nuovi impulsi*

Benché già alla fine degli anni settanta fosse evidente che la Svizzera non poteva assolutamente ritornare al tallone aureo, mancavano a quel momento progetti tesi a sottoporre a riforma il sistema monetario svizzero. Nel 1978, nell'ambito di una revisione parziale, la legge sulla Banca nazionale era stata completata con strumenti sovrani e la BNS volle dapprima attendere gli sviluppi ulteriori. In effetti, nella dottrina giuridica erano stati sollevati dubbi sul fatto che nozioni costituzionali, un tempo di centrale importanza, come «saggio monetario», «copertura monetaria» e «obbligo del rimborso» avessero perso completamente la loro funzione faro nell'ambito dell'ordinamento monetario svizzero¹⁹. In realtà l'ordinamento monetario scritto, disseminato di relitti risalenti ai tempi della moneta aurea, distoglieva l'attenzione dai principi statuali che avrebbero dovuto presiedere all'esercizio della sovranità monetaria della Confederazione. Per altro, il sistema monetario internazionale, che aveva abbandonato l'oro come punto di riferimento determinante e nel quale erano applicati sistemi completamente diversi di tassi di cambio, si era nel frattempo trasformato a tal punto da non più corrispondere al dettato degli articoli sulla moneta e sulla banca d'emissione della vecchia costituzione federale (art. 38 e 39 vCost.), nemmeno secondo un'interpretazione conforme ai tempi. Tuttavia, è probabile che i motivi citati in apertura abbiano contribuito in modo rilevante al fatto che a livello normativo la Svizzera abbia reagito molto tardi all'evidente frattura tra diritto monetario e realtà monetaria.

Verso la fine degli anni ottanta, l'Assemblea federale rilanciò la riforma della costituzione federale. Il corrispondente decreto federale del 1987 descriveva come segue lo scopo di una revisione totale: «Il disegno aggiornerà il diritto costituzionale vigente, scritto e non scritto, si atterrà a un'esposizione chiara e sistematica e unificherà lingua e densità delle singole norme»²⁰. Secondo la BNS l'intento di ritrovare la concordanza tra diritto costituzionale in materia monetaria e realtà costituzionale monetaria si inseriva bene in questo progetto globale. All'inizio degli anni novanta, la BNS avviò pertanto una serie di riflessioni sulla riforma della costituzione monetaria. Tali

19 Cfr. Junod (1988), art. 38 n. 8, art. 39 n. 65, 69.

20 Art. 3 del decreto federale del 3 giugno 1987 sulla revisione totale della costituzione federale, FF 1987 II 807.

riflessioni sfociarono in un esaustivo studio interno, «*Neuordnung der Geldverfassung*», adottato dalla Direzione generale il 1° dicembre 1994 e successivamente trasmesso al capo del Dipartimento federale di giustizia e polizia, Arnold Koller, a destinazione del servizio dipartimentale incaricato dei lavori di revisione totale della costituzione federale. Lo studio si basava su riflessioni fondamentali di tipo economico e su analisi storico-giuridiche, di sistematica giuridica e di diritto comparato, e conteneva una proposta articolata di nuove disposizioni costituzionali e legislative (cfr. 9.2.1).

A livello europeo prendeva forma nel contempo un progetto che si profilava come vera e propria innovazione nel settore monetario. Nell'ambito dell'integrazione monetaria europea il Trattato di Maastricht del 1992 pose le basi dell'unità monetaria europea²¹. Secondo la BNS era un'opportunità per confrontare le idee dominanti in Svizzera in materia di nuovo ordinamento monetario con un parametro ampiamente accettato a livello internazionale. La costituzione dell'Unione monetaria europea, fissata nel Trattato di Maastricht, riuniva elementi essenziali di un moderno ordinamento monetario. Segnatamente la priorità della stabilità dei prezzi nel mandato affidato alla Banca centrale europea, abbinata all'autonomia nell'esecuzione del mandato stesso, assurse a modello di moderno statuto di banca centrale. Successivamente divenne palese che il quadro dell'ordinamento europeo era di grande utilità per i progetti di riforma svizzeri. Il rifiuto dell'adesione della Svizzera allo Spazio economico europeo, nella votazione popolare del 6 dicembre 1992, non influì sugli sforzi della BNS di rendere sostanzialmente eurocompatibile il nuovo ordinamento monetario svizzero.

9.2 Moneta e valuta nell'ambito della revisione totale della costituzione federale

PETER KLAUSER

9.2.1 *Obiettivi della BNS nell'ambito della revisione della costituzione*

Con il suo studio «*Neuordnung der Geldverfassung*» del 1° dicembre 1994, la Banca nazionale istituì la base per poter far confluire le sue idee in materia di nuovo ordinamento monetario nell'ambito della revisione totale della costituzione federale. Secondo la Direzione generale, la riforma dell'ordinamento monetario doveva perseguire tre obiettivi principali.

21 Statuto del SEBC (1992).

Soppressione del vincolo giuridico del franco all'oro

Secondo la BNS, era indispensabile svincolare la moneta svizzera dall'oro per due motivi: da un lato, occorre dare una base giuridica alla fluttuazione del franco praticata dalla Svizzera; dall'altro, si dovevano rispettare anche formalmente gli obblighi statutari assunti dalla Svizzera con la sua adesione all'FMI. Con l'abolizione della parità aurea del franco, l'oro sarebbe divenuto un normale strumento di riserva fra vari altri.

Definizione di nuovi principi direttivi della politica monetaria

Il principio economico secondo cui la moneta può adempiere le sue funzioni di mezzo di pagamento, di unità di conto e di riserva di valore solo se il suo valore è stabile manteneva la sua validità anche in un sistema di tassi di cambio flessibili. Su questo fondamento, la BNS cercò nuovi principi direttivi che potessero creare un quadro costituzionale convincente per la politica monetaria svizzera. Visto che dopo la soppressione del tallone aureo la stabilità della moneta a corso legale non sarebbe più stata assicurata dalla scarsità naturale di metallo prezioso e che a partire dal quel momento la banca d'emissione avrebbe potuto determinare autonomamente l'offerta di moneta, sembrò ovvio orientare normativamente la politica della banca centrale in base all'obiettivo prioritario della stabilità monetaria. La BNS chiese pertanto di sancire nella costituzione federale l'obiettivo della stabilità del valore della moneta quale nuovo principio guida della politica monetaria svizzera²².

La BNS si basò, inoltre, sull'evidenza empirica secondo cui solo le banche centrali effettivamente indipendenti possono garantire durevolmente la stabilità dei prezzi²³. L'esperienza insegna che una banca centrale sottoposta a una forte influenza dello Stato sviluppa una minore dinamica endogena di lotta all'inflazione²⁴ e combatte meno efficacemente il finanziamento inflazionistico dei deficit pubblici, rispetto a una banca centrale indipendente nell'adempimento del suo mandato. Per questo motivo, la Direzione generale sostenne la proposta di sancire nella costituzione pure il principio dell'indipendenza della banca d'emissione²⁵. Con la stabilità del valore monetario e l'indipendenza della banca d'emissione quali nuovi parametri orientativi, la politica monetaria svizzera sarebbe stata in gran parte eurocompatibile anche in assenza di un qualsivoglia trasferimento della sovranità monetaria a una struttura sopranazionale.

22 Cfr. Lusser (1996), p. 158.

23 Cfr. Alesina e Summers (1993), pp. 151 seg.

24 Cfr. Heise (1992), p. 175.

25 Cfr. Lusser (1996), p. 159.

Nel suo studio, la Banca nazionale si pronunciò inoltre a favore dell'istituzione di una base costituzionale che confermasse la pratica in materia di determinazione dell'utile. Secondo la sua proposta, un disposto costituzionale doveva prescrivere che, prima di distribuire gli utili, la BNS formasse «adeguate riserve monetarie» attingendo ai suoi proventi. La BNS intendeva, da un lato, compensare a livello costituzionale l'abolizione dell'obbligo di copertura per i biglietti di banca in circolazione e rafforzare così la fiducia nel franco svizzero, e dall'altro cautelarsi contro le pretese dei poteri pubblici.

Concisione e semplificazione

Come terzo obiettivo, la BNS si prefiggeva di semplificare l'ordinamento monetario svizzero e di ridurlo all'essenziale. Se lo scopo della revisione costituzionale consisteva nel recepire il sistema monetario realmente praticato, la nuova disciplina doveva concentrarsi su pochi principi guida, essere strutturata sistematicamente e formulata in modo comprensibile²⁶. La proposta, presentata nello studio della BNS, di inserire nella costituzione federale aggiornata un nuovo articolo sulla moneta e un nuovo articolo sulla banca d'emissione era caratterizzata quindi anche dalla volontà di ridurre drasticamente la densità normativa. Gli sforzi di concisione furono tuttavia limitati da una norma costituzionale che toccava il delicato rapporto finanziario tra Confederazione e Cantoni. Per motivi legati al federalismo, la regola secondo cui almeno i due terzi dell'utile netto della Banca nazionale doveva essere assegnato ai Cantoni non poteva infatti essere messa in discussione, anche se, dal punto di vista della sistematica, tale regola avrebbe piuttosto dovuto essere sancita a livello di legge.

9.2.2 Avamprogetto costituzionale del 1995

Alla fine di giugno 1995, il Dipartimento federale di giustizia e polizia presentò l'avamprogetto di nuova costituzione federale²⁷. L'articolo 79 (politica monetaria) prendeva il posto degli articoli 38 e 39 della costituzione allora vigente (vCost) e il suo contenuto riprendeva una parte delle richieste della BNS. La norma proposta sanciva una regola non scritta, ossia la sovranità monetaria della Confederazione, la quale si vedeva così conferito il diritto esclusivo di battere moneta ed emettere banconote. La descrizione del mandato della Banca centrale era in linea con il tenore dell'allora vigente

²⁶ A questo proposito cfr. Klauser (1997a), p. 22.

²⁷ Avamprogetto (1995).

articolo 39 capoverso 3 vCost. («conduce una politica monetaria nell'interesse generale del Paese»). L'aspetto innovativo era costituito dal fatto che la Banca nazionale svizzera era citata espressamente nella costituzione federale – senza precisarne la forma giuridica – come «banca centrale indipendente». L'avamprogetto riduceva al nocciolo la precedente regola di ripartizione degli utili (art. 39 cpv. 4 vCost.), stabilendo unicamente che l'utile netto della Banca nazionale spettava per almeno due terzi ai Cantoni. Tutte le disposizioni costituzionali che statuivano il vincolo del franco svizzero all'oro (saggio monetario, obbligo del rimborso, copertura dei biglietti di banca in circolazione) erano definitivamente stralciate.

Nella consultazione del 29 febbraio 1996 relativa all'avamprogetto 1995, la Direzione generale si espresse in favore di un'unica e concisa disposizione costituzionale che riunisse gli elementi rimasti attuali degli articoli sulla moneta e sui biglietti di banca allora in vigore. Si dichiarò pure favorevole al fatto che l'indipendenza della Banca nazionale fosse sancita a livello costituzionale, poiché in tal modo si rendeva comprensibile uno dei principi direttivi di un moderno ordinamento monetario. Accolse inoltre con favore il fatto che l'indipendenza della Banca nazionale venisse sancita a livello costituzionale, perché si rendeva così comprensibile uno dei principi guida di un moderno ordinamento monetario. Per altro, riteneva appropriato statuire a livello costituzionale solo il mandato centrale della BNS, relegando invece a livello di legge i singoli compiti (agevolazione delle operazioni di pagamento, gestione delle riserve monetarie ecc.). Per contro la BNS deplorò che l'avamprogetto non contemplasse l'obiettivo della stabilità monetaria. Nel rapporto esplicativo, il Dipartimento federale di giustizia e polizia aveva spiegato che sancire a livello costituzionale la stabilità del valore monetario come obiettivo prioritario della politica della BNS esulava dai limiti posti a un mero aggiornamento della costituzione. Temeva la possibilità di un conflitto latente tra l'articolo 79 capoverso 2 (mandato della banca centrale) e l'articolo 80 capoverso 1 (politica congiunturale), siccome nel nuovo articolo sulla congiuntura il compito di «prevenire e combattere la disoccupazione e il rincaro» era stato ripreso invariato come obiettivo di stabilità della Confederazione. La BNS non condivideva completamente questa argomentazione.

La BNS non approvò nemmeno la proposta di stralciare integralmente l'articolo 39 capoverso 7 vCost relativo all'obbligo di copertura delle banconote in circolazione. Essa riteneva che, per soddisfare il mandato di aggiornamento costituzionale, la soppressione dell'obbligo di copertura dovesse essere compensata mediante un obbligo esplicito di costituire riserve monetarie. Al riguardo, ricordò che in occasione della revisione della legge sulla Banca

nazionale del 1978 le Camere federali avevano respinto la proposta del Consiglio federale di sopprimere la copertura aurea minima del 40% delle banconote in circolazione (art. 19 cpv. 2 vLBN)²⁸. Negli anni novanta, l'idea che il denaro emesso dalla Banca centrale dovesse poggiare su un «valore reale» era ancora molto radicata in ampie fasce della popolazione. La Direzione generale rinnovò quindi la sua proposta di introdurre nella Costituzione federale l'obbligo della Banca nazionale di creare sufficienti riserve monetarie attingendo ai suoi proventi, in sostituzione dell'abolito obbligo di copertura. Secondo la BNS, questa misura atta a infondere fiducia era soprattutto necessaria nell'eventualità che, nell'ambito della revisione totale, non si fosse riusciti ad ammettere l'obiettivo prioritario della stabilità monetaria nel mandato della Banca centrale.

9.2.3 *Disegno costituzionale del 1996*

Dopo aver valutato i risultati della consultazione, nel novembre 1996 il Consiglio federale sottopose alle Camere federali un messaggio concernente il disegno di nuova costituzione federale²⁹. La nuova disposizione sulla politica monetaria figurava ora come articolo 89. La BNS aveva nuovamente collaborato attivamente alla formulazione di tale articolo e del pertinente commento nel messaggio nell'ambito della consultazione degli uffici federali interessati.

L'articolo 89 del disegno si distingueva dall'articolo 79 dell'avamprogetto per due aspetti. Dal profilo linguistico, il mandato della banca d'emissione si atteneva ancora più strettamente al tenore dell'articolo 39 capoverso 3 vCost. (cpv. 2 «[...] in quanto banca centrale indipendente, esercita una politica monetaria [...]); la formulazione «[...] che serva all'interesse generale del Paese» rimaneva invariata. Con un nuovo capoverso 3 («La Banca nazionale costituisce sufficienti riserve monetarie attingendo ai suoi proventi»), l'articolo 89 del disegno si prefiggeva di colmare il «vuoto di fiducia» che si era venuto a creare in seguito alla rinuncia a una norma prescrittiva in materia di copertura dei biglietti di banca emessi. Conformemente allo spirito della proposta della Direzione generale, questo capoverso sostituiva in modo funzionale l'obbligo di copertura ormai abolito. Il messaggio giustificava tale soluzione affermando che la formazione di riserve aumentava la fiducia dei cittadini nel denaro pubblico ed era praticata già da tempo³⁰.

28 RU 1979 983, 993. A proposito dei dibattiti cfr. Schürmann (1980), art. 19, n. 12.

29 Messaggio (1996), pp. 1 segg.

30 Messaggio (1996), p. 285.

Sull'articolo 89, il messaggio presentava poi due argomentazioni che dal punto di vista della BNS erano certamente significative: da un lato, il testo sottolineava espressamente che, nel parere espresso durante la consultazione, la BNS aveva auspicato che nel mandato costituzionale della Banca centrale fosse inserito l'obiettivo della stabilità; dall'altro, affermava che la formulazione scelta per il mandato non impediva assolutamente alla Banca centrale di attribuire «grande importanza all'obiettivo della stabilità monetaria, poiché essa, con i suoi strumenti, può contribuire più di ogni altro al raggiungimento di questo obiettivo di politica economica»³¹.

Alla fine di novembre 1996, la Direzione generale della BNS prese atto del disegno di nuova costituzione federale, approvandolo e constatando che, pur non soddisfacendo tutte le sue aspettative, esso teneva perlomeno conto delle sue richieste essenziali.

9.2.4 *Trattazione in Parlamento*

Il Consiglio degli Stati e il Consiglio nazionale trattarono il nuovo articolo 89 del disegno rispettivamente nel corso del mese di marzo e di aprile 1998. Le Camere federali adottarono senza modifiche la versione proposta dal Consiglio federale dei capoversi 1 (sovranità monetaria della Confederazione, diritto esclusivo di battere moneta ed emettere banconote), 2 (mandato della BNS) e 4 (ripartizione degli utili). La formulazione del capoverso 3 fu invece oggetto di lunghi dibattiti; ciò evidenziò che nelle cerchie politiche l'oro, come riserva monetaria particolare, aveva ancora una certa forza simbolica ed era in grado di risvegliare emozioni. Sebbene entrambe le Camere riconoscessero che il vincolo del franco all'oro doveva essere abrogato, non erano disposte a bandire completamente l'oro dalla costituzione. Per questo motivo completarono la versione proposta dal Consiglio federale (cpv. 3 «La Banca nazionale costituisce sufficienti riserve monetarie attingendo ai suoi proventi») precisando che una parte di tali riserve doveva essere in oro. Secondo il Consiglio degli Stati, fra l'altro, proprio in un periodo in cui, sulla scorta di un rapporto peritale, si stava riflettendo su una diversa destinazione delle riserve di oro «eccedentarie» della BNS (cfr. 9.3.2) era necessario chiarire che una parte dell'oro monetario doveva rimanere alla BNS³². In Consiglio nazionale, una chiara minoranza aveva invano sostenuto che fosse ovvio mantenere una parte delle riserve monetarie in oro e che questa condizione potesse essere fissata senza problemi a livello di legge. La maggioranza si disse

31 Messaggio (1996), p. 285.

32 Cfr. Intervento Spoerry (FDP/ZH), Boll. Uff. CSt (1998), p. 241.

convinta che gli averi in oro della banca centrale rafforzassero la fiducia nella solvibilità di un Paese e valeva dunque la pena menzionarli nella costituzione federale³³.

La BNS non si oppose a questo ritorno all'oro nell'ordinamento monetario, d'altronde già prospettato nei dibattiti delle competenti commissioni. Di fatto, la precisazione introdotta nell'articolo 89 capoverso 3 non limitava il suo margine d'azione, perché dopo la soppressione del vincolo del franco all'oro essa aveva comunque l'intenzione di mantenere in oro una parte delle sue riserve monetarie.

Il 18 dicembre 1998, l'Assemblea federale adottò la revisione totale della costituzione federale. Nella versione finale, dopo un nuovo riordino delle disposizioni, all'articolo sulla politica monetaria fu attribuito il numero 99.

9.2.5 *Entrata in vigore e valutazione*

La nuova costituzione entrò in vigore il 1° gennaio 2000 dopo l'approvazione da parte del popolo e dei Cantoni nella votazione del 18 aprile 1999³⁴. A quel momento era certo che l'articolo 99 Cost. avrebbe rappresentato anche sul lungo periodo l'ordinamento di base della politica monetaria svizzera. Il tentativo, intrapreso alla fine degli anni novanta, di attuarne una esaustiva modernizzazione mediante un progetto separato era infatti fallito (cfr. 9.3.5).

L'aggiornamento della costituzione federale fu ciononostante un importante passo avanti nel riassetto dell'ordinamento monetario svizzero. Pose fine in particolare alla finzione che in Svizzera sussistessero permanentemente circostanze eccezionali («perturbamenti della situazione monetaria») e istituì una base giuridica solida per il sistema dei tassi di cambio flessibili praticato dalla Svizzera sin dal 1973. Sancendo l'indipendenza della Banca centrale e l'obbligo di creare sufficienti riserve monetarie, il legislatore pose chiari contrappesi all'abolizione del vincolo del franco all'oro. Il nuovo dettato dell'articolo monetario era inoltre trasparente e vincolante.

Le cerchie scientifiche criticarono, per contro, la formulazione troppo vaga del mandato della Banca centrale. L'«interesse generale del Paese» non esprimeva abbastanza chiaramente quali fossero, in ultima analisi, gli obiettivi della politica monetaria e lasciava troppo spazio a un'interpretazione discrezionale³⁵. Anche la BNS era consapevole che il mandato costituzionale

33 Boll. Uff. CN (1998), pp. 973 segg.

34 FF 1999 151, 4968; RU 1999 2556.

35 Cfr. Giovanoli (1997), p. 120.

di condurre una politica monetaria improntata all'interesse generale del Paese postulava semplicemente che la politica della Banca centrale non fosse al servizio di interessi individuali o di singoli gruppi. Per questo motivo, la BNS aveva auspicato che, nel suo mandato costituzionale, la stabilità del valore della moneta figurasse come obiettivo della politica monetaria. In tal modo si sarebbe compensata pienamente la soppressione del tallone aureo in quanto garante esterno della stabilità. Dato che non era stato possibile realizzare questo obiettivo nell'ambito dell'aggiornamento della costituzione, la Direzione generale era fermamente decisa a riproporlo nel mandato della Banca centrale, così come sarebbe stato ridefinito in occasione dell'imminente revisione totale della legge sulla Banca nazionale (cfr. 9.6.3).

9.3 Tentativo di riforma separata dell'ordinamento monetario

PETER KLAUSER

9.3.1 Introduzione

Verso la metà degli anni novanta furono depositati in Parlamento diversi atti parlamentari per richiedere una gestione più produttiva delle riserve monetarie e una rivalutazione delle riserve auree della BNS. A provocare questa serie di interventi furono non da ultimo le critiche espresse da cerchie accademiche secondo le quali la BNS disponeva di eccessive riserve monetarie e, a causa delle massicce consistenze di oro nel suo portafoglio, praticava una politica di investimento poco redditizia e rischiosa³⁶. La BNS si difese invocando le restrittive condizioni quadro che le erano imposte dal vincolo giuridico del franco all'oro e dalle rigide prescrizioni legali sugli investimenti. Nel gennaio 1997, la Commissione dell'economia e dei tributi del Consiglio nazionale decise di dare seguito a due iniziative parlamentari³⁷, che chiedevano di ridurre le riserve auree della BNS e di valutarle ai prezzi di mercato, nonché di promuovere l'elaborazione di un nuovo articolo costituzionale sulla politica monetaria separatamente dalla revisione totale della costituzione federale. Il Consiglio federale si dichiarò disposto a avviare in procedura accelerata la riforma dell'ordinamento monetario indipendentemente dall'aggiornamento della costituzione (cfr. 9.2), affidando l'incarico a un gruppo peritale.

36 Cfr. ad esempio Ungern-Sternberg (1996), pp. 6 segg.

37 CET-CN «Costituzione federale, articolo sulla moneta». Ledergerber «Revisione della legge sulla Banca nazionale», Boll. Uff. CN (1997), pp. 1165 segg., 1170 seg.

All'inizio del 1997, appariva infatti impossibile prevedere la durata dei lavori di revisione totale della costituzione federale appena intrapresi.

Poco dopo, il progetto ricevette una spinta inattesa: il 5 marzo 1997, nell'ambito del dibattito politico sul ruolo della Svizzera durante la seconda guerra mondiale, il presidente della Confederazione Arnold Koller annunciò l'istituzione di una fondazione allo scopo di «rinvigorire l'idea di solidarietà e di civismo, oggi tanto sviliti, all'interno e all'estero»³⁸. La cosiddetta Fondazione Svizzera solidale avrebbe dovuto essere finanziata mediante il trasferimento di 7 miliardi di franchi provenienti dalla rivalutazione delle riserve di oro della BNS. L'impulso a questa iniziativa fu dato dal presidente della Direzione generale della BNS, Hans Meyer. La proposta suscitò controversie in seno alla Direzione stessa e alle autorità bancarie (Comitato e Consiglio della banca). Per poter procedere alla rivalutazione delle riserve auree e all'annunciata vendita di una parte di esse, era indispensabile modernizzare l'ordinamento monetario a livello costituzionale e legislativo ed operare in tempi brevi affinché il progetto potesse essere trattato il più presto in Parlamento. La concomitanza di questo progetto con i dibattiti sull'Olocausto (cfr. 10.5) si rivelò tuttavia fatale, poiché portò al fallimento del progetto di riforma nel voto finale delle Camere federali.

Nell'aprile 1997, il capo del Dipartimento federale delle finanze (DFE) incaricò un gruppo peritale «*Réforme du régime monétaire*», composto di tre rappresentanti ciascuno del DFE, della BNS e delle cerchie scientifiche, di elaborare un progetto di messaggio concernente un nuovo ordinamento costituzionale sulla moneta. Il gruppo di esperti, sotto la guida comune del direttore dell'Amministrazione federale delle finanze e del giurista capo della BNS, doveva esaminare tutti i problemi che lo svincolo del franco dall'oro poneva a livello di leggi e di ordinanze. Si trattava inoltre di determinare il volume appropriato delle riserve monetarie complessive della BNS. La questione relativa all'entità delle riserve monetarie della BNS ebbe poi ampia eco anche nel pubblico³⁹.

9.3.2 *Rapporto del gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire»*

La separazione della riforma dell'articolo costituzionale sulla politica monetaria dal progetto di revisione totale della costituzione federale offrì un più ampio margine di manovra per modernizzare l'ordinamento monetario. Da un lato, le restrizioni del mandato parlamentare di aggiornamento del

³⁸ Messaggio (2000), p. 3456.

³⁹ Buomberger (1997), p. 23.

1987 (cfr. 9.1.5), che avevano ampiamente escluso innovazioni sotto il profilo giuridico, non erano più determinanti. Dall'altro, questa separazione dalla revisione totale offriva l'opportunità di discutere il futuro riassetto dell'ordinamento monetario in un contesto più ampio, tenendo maggiormente conto della nascente Unione monetaria europea.

Con il rapporto del 24 ottobre 1997 «Der neue Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung» il gruppo di esperti adempì la prima parte del suo mandato. Esso propose un nuovo articolo costituzionale sulla moneta che si differenziava sotto diversi aspetti dall'articolo 89 del disegno costituzionale del 1996⁴⁰:

- oltre alla competenza federale in materia monetaria, il capoverso 1 stabiliva che la Confederazione fissava l'unità monetaria e designava il mezzo di pagamento legale; questa norma si prefiggeva di chiarire la natura della sovranità monetaria della Confederazione;
- nel capoverso 2, il monopolio monetario della Confederazione fu completato da una clausola che sanciva il trasferimento alla Banca nazionale del diritto di emettere banconote;
- il capoverso 3 obbligava la BNS ad attenersi all'obiettivo prioritario della stabilità dei prezzi nella conduzione della politica monetaria; l'aggiunta «Fatto salvo questo obiettivo, la Banca nazionale svizzera sostiene la politica economica generale della Confederazione», era ripresa dallo statuto del Sistema europeo di banche centrali (art. 105 par. 1 Trattato CEE).

Il gruppo di esperti riteneva indispensabile definire in modo preciso il mandato della banca d'emissione al fine, tra l'altro, di garantirne l'indipendenza. Gli esperti rilevarono che iscrivere nella costituzione l'indipendenza della BNS, precisandone il mandato in modo troppo vago, avrebbe dato adito a qualche perplessità dal punto di vista dello Stato di diritto⁴¹. Nel loro rapporto sottolinearono che l'obbligo della banca centrale di tener conto prioritariamente dell'obiettivo della stabilità dei prezzi nell'approvvigionamento monetario non avrebbe comportato un declassamento degli obiettivi in materia di crescita e di occupazione. Infatti, una politica monetaria tesa alla stabilità dei prezzi ha un effetto stabilizzante sulla congiuntura e contribuisce in tal modo a raggiungere l'obiettivo di politica economica di un'evoluzione congiunturale equilibrata. Secondo l'interpretazione del gruppo di esperti, il mandato sussidiario di sostegno all'economia significa che la BNS, per attenuare le fluttuazioni congiunturali della produzione e dell'occupazione,

40 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1997), pp. 19 segg.

41 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1997), p. 28.

deve sfruttare il margine di manovra disponibile in materia di politica monetaria⁴².

Esaminando a quanto avrebbero dovuto ammontare le riserve della BNS per consentirle di adempiere i suoi compiti di politica monetaria dopo la soppressione della parità aurea, il gruppo di esperti analizzò innanzitutto funzione e importo di tali riserve. Confrontò poi la consistenza delle riserve monetarie svizzere (oro, valute) con quello dei paesi del Gruppo dei Dieci e dell'Austria. Come termine di paragone considerò il rapporto tra riserve monetarie e prodotto interno lordo, l'interdipendenza con l'estero (secondo il volume delle importazioni) e l'importanza del mercato finanziario (secondo gli impegni del settore finanziario nei confronti dell'estero). Sebbene sia impossibile stabilire con esattezza scientifica l'importo adeguato delle riserve monetarie, le analisi permisero di evidenziare alcuni aspetti importanti: nel confronto internazionale, alla fine del 1996 la BNS non disponeva di consistenze straordinariamente elevate di riserve di divise (non garantite), mentre le riserve di oro erano, al contrario, molto ben dotate (2590 t). Gli esperti postularono che la BNS avrebbe dovuto detenere riserve monetarie supplementari rispetto alle banche centrali dei paesi industriali di dimensioni analoghe per poter fornire un contributo efficace alla stabilità della piazza finanziaria svizzera, tenuto conto della sua importanza internazionale. Valutarono a un equivalente di 1200 tonnellate di oro questa esigenza supplementare legata alla piazza finanziaria, considerata l'entità dei crediti e degli impegni a breve termine delle banche svizzere nei confronti dell'estero. Nella valutazione globale giunsero alla conclusione che una quota di circa 1400 tonnellate delle riserve auree avrebbe potuto essere scorporata dal bilancio della BNS e messa a disposizione per altri scopi pubblici⁴³.

Nel rapporto, il gruppo di esperti propose inoltre di disciplinare in una disposizione transitoria nella costituzione lo scorporo delle riserve auree non più necessarie per la politica monetaria, partendo dal presupposto che le eccedenze di oro sarebbero state vendute e il ricavo investito in modo redditizio. Il patrimonio così costituito non avrebbe dovuto però essere amministrato dalla Banca nazionale, poiché ne sarebbero potuti risultare dei conflitti d'interesse tra la BNS quale autorità monetaria, da un lato, e la BNS quale gestore patrimoniale, dall'altro. Per chiarire che l'ulteriore utilizzazione delle riserve di oro eccedentarie non sarebbe stata sottoposta alla norma costituzionale generale sulla ripartizione degli utili, il gruppo di esperti ritenne

42 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1997), pp. 34 segg.

43 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1997), pp. 49 segg., 61 segg.

indispensabile prevedere una disposizione transitoria relativa al nuovo articolo costituzionale sulla moneta. La norma proposta ordinava il trasferimento di 1400 tonnellate di oro dalla BNS alla Confederazione e stabiliva che la legislazione federale avrebbe dovuto disciplinarne la proprietà e l'utilizzo, in modo da attribuire ai Cantoni una quota adeguata. Secondo gli esperti, menzionare la fondazione di solidarietà nella disposizione transitoria non era opportuno, dato che ciò avrebbe potuto influire negativamente sulla votazione popolare relativa al nuovo articolo costituzionale sulla moneta⁴⁴.

9.3.3 *Parere del Consiglio federale e procedura di consultazione*

Il Consiglio federale si occupò del rapporto del gruppo di esperti il 1° dicembre 1997 e decise di modificare in due punti l'ordine di priorità: sul mandato alla banca d'emissione, ritenne che la priorità data alla stabilità dei prezzi avrebbe potuto destare il timore che la BNS orientasse la sua politica monetaria troppo unilateralmente sulla lotta all'inflazione e in tal modo non potesse tenere sufficientemente conto della situazione congiunturale. Si pronunciò quindi a favore della formulazione «La Banca nazionale svizzera conduce la politica monetaria nell'interesse generale del Paese, assegnando la priorità all'obiettivo della stabilità dei prezzi». Questa decisione del Governo non era del tutto inaspettata; infatti i rappresentanti della sinistra avevano già polemizzato su questo tema prima della pubblicazione del rapporto degli esperti, asserendo che il nuovo articolo sulla moneta sanciva la mancanza di solidarietà nei confronti dei lavoratori e che gli esperti attivi nel gruppo erano «dogmatici monetaristi»⁴⁵. Per quanto concerneva le riserve auree eccedentarie, il Consiglio federale reputò che inizialmente solo l'oro necessario per finanziare la fondazione di solidarietà avrebbe dovuto essere scorporato dal bilancio della BNS, ma rinunciò a istituire una base giuridica per lo scorporo dell'oro non più necessario nell'ambito della riforma dell'ordinamento monetario.

Come prospettato, la soppressione del vincolo del franco all'oro non incontrò opposizione nell'ambito della procedura di consultazione; numerosi interpellati proposero tuttavia di continuare a menzionare l'oro nella costituzione federale come elemento basilare delle riserve monetarie. I pareri espressi sulla formulazione del mandato della banca d'emissione erano controversi: i partiti borghesi e la maggioranza dei Cantoni attribuirono grande importanza al fatto che la priorità della stabilità dei prezzi fosse sancita nella

44 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1997), pp. 69 segg.

45 Cfr. Strahm (1997), pp. 1 seg.

costituzione, ritenendola un importante elemento per infondere fiducia. Per contro, il partito socialista e i sindacati chiesero che il mandato della banca d'emissione considerasse la piena occupazione e una crescita economica stabile come obiettivi perlomeno equivalenti alla stabilità dei prezzi. Lo scorporo delle riserve auree eccedentarie dal patrimonio della BNS, previsto dal Consiglio federale, ebbe generalmente un'eco positiva⁴⁶.

9.3.4 *Messaggio concernente un nuovo articolo costituzionale sulla moneta*

Il 27 maggio 1998, il Consiglio federale presentò alle Camere federali il messaggio concernente un nuovo articolo costituzionale sulla moneta. Il contenuto riprendeva ampiamente il rapporto del gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire». Il disegno dell'Esecutivo si differenziava dalla proposta peritale essenzialmente su tre punti⁴⁷:

- nella formulazione del mandato della banca d'emissione, il Consiglio federale si attenne alla propria versione; nell'ambito della consultazione preliminare, la Direzione generale della BNS si era fermamente opposta a una sorprendente proposta dell'Amministrazione federale delle finanze mirante a relativizzare l'obiettivo di stabilità, con una formulazione che assegnava la priorità all'obiettivo della stabilità dei prezzi a lungo termine: essa riteneva che questa formulazione tesa alla ricerca del compromesso politico fosse, per la sua ambivalenza, troppo divergente dagli standard internazionali;
- nel contempo, come contrappeso all'indipendenza, il Consiglio federale intendeva integrare nella costituzione anche l'obbligo di rendiconto della BNS (principio dell'*accountable independence*⁴⁸); con il nuovo articolo sulla moneta (cpv. 4) volle quindi imporre alla BNS di rendere conto alla Confederazione e al pubblico della sua politica monetaria; nella procedura di consultazione, la stessa Direzione generale aveva caldeggiato l'introduzione di un obbligo di rendiconto nel nuovo articolo costituzionale;
- da ultimo, il disegno governativo (cpv. 5 dell'articolo sulla moneta) incaricava ancora la BNS di detenere le riserve monetarie necessarie all'adempimento del suo mandato: di fronte alla mentalità ancora legata al «valore reale», emersa nell'ambito dei dibattiti parlamentari sull'aggiornamento della costituzione (cfr. 9.2.4), l'Esecutivo introdusse nella proposta di riforma anche la precisazione «[...] in parte sotto forma di oro».

⁴⁶ Messaggio (1998), pp. 3149 segg.

⁴⁷ Messaggio (1998), pp. 3145, 3162, 3175, 3197.

⁴⁸ Cfr. Lastra (1992), p. 481.

L'articolo sulla moneta sottoposto al Parlamento riuniva quindi i tre elementi che secondo i criteri internazionali costituiscono un moderno ordinamento monetario: un mandato chiaro alla BNS con la priorità della stabilità dei prezzi, l'indipendenza nell'esecuzione del mandato e l'obbligo formale di rendiconto della Banca centrale.

Il messaggio del Consiglio federale attribuiva ampio spazio a un'illustrazione dettagliata del mandato alla banca d'emissione. Per dissipare i dubbi sollevati nella consultazione, con la menzione dell'«interesse generale del Paese» mise in risalto la responsabilità globale politico-economica della BNS. Essendo la Svizzera una piccola economia nazionale aperta e con una valuta forte, in determinate situazioni poteva essere opportuno attribuire temporaneamente una maggiore importanza al tasso di cambio⁴⁹.

9.3.5 *Trattazione in Parlamento*

Il Consiglio nazionale trattò il nuovo articolo sulla moneta nel dicembre 1998. I dibattiti furono caratterizzati dai duri attacchi della sinistra contro l'obiettivo della stabilità dei prezzi previsto nel mandato della banca d'emissione. La sinistra rimproverava incessantemente alla BNS di praticare una politica troppo improntata alla lotta all'inflazione e di essere quindi responsabile dei problemi di crescita verificatisi in Svizzera negli anni novanta. La discussione al riguardo fu a tratti molto accesa⁵⁰. Il Consiglio nazionale adottò tuttavia, a chiara maggioranza, la formulazione del mandato della banca d'emissione proposta dal Consiglio federale e, inoltre, lo seguì ampiamente anche nelle rimanenti disposizioni dell'articolo costituzionale. Per contro, in sintonia con il gruppo di esperti, ritenne che lo scorporo delle riserve monetarie non più necessarie fosse ammissibile solo se disciplinato da una norma costituzionale esplicita, che autorizzasse a derogare alla chiave di ripartizione degli utili prevista dalla costituzione stessa. Pertanto, la Camera bassa completò l'articolo costituzionale proposto dal Consiglio federale con un capoverso 6, secondo il quale la legislazione federale disciplinava l'utilizzo delle riserve monetarie e dei loro ricavi che non sarebbero stati più necessari per la conduzione della politica monetaria al momento dell'entrata in vigore della disposizione.

Nel marzo 1999, il Consiglio degli Stati aderì alla concezione di fondo del Consiglio nazionale. Nel dibattito, numerosi deputati sottolinearono che la stabilità dei prezzi era un obiettivo auspicabile e che il mezzo migliore per

⁴⁹ Messaggio (1998), pp. 3163, 3165.

⁵⁰ Boll. Uff. CN (1998), pp. 2723 segg.

raggiungerlo era di affidare la politica monetaria a una banca centrale indipendente⁵¹. La formulazione proposta aveva dunque resistito a tutti i tentativi volti a indebolire o a rafforzare la priorità della stabilità dei prezzi. Successivamente, la Camera alta decise che la base per un diverso utilizzo delle riserve monetarie eccedentarie non doveva essere integrata nell'articolo sulla moneta, ma in una disposizione transitoria della costituzione.

Quando prese avvio la procedura di appianamento delle divergenze tra il Consiglio nazionale e il Consiglio degli Stati nel giugno 1999, la nuova costituzione era già stata approvata nella votazione popolare del 18 aprile 1999. Sebbene inizialmente pensata come una procedura «accelerata», la riforma separata dell'ordinamento monetario fu superata dalla revisione totale della costituzione federale. A quel punto il Parlamento fu pienamente cosciente che sia la nuova costituzione sia la riforma dell'ordinamento monetario avrebbero soppresso il vincolo costituzionale del franco all'oro e che, dopo i corrispondenti adeguamenti legislativi, sarebbe stata possibile una valutazione dell'oro della BNS più vicina alle condizioni di mercato.

Nella sessione di giugno, il Consiglio nazionale adottò in un primo tempo, con una maggioranza risicata, la versione del Consiglio degli Stati⁵². Nel voto finale del 18 giugno 1999, il Consiglio degli Stati adottò la nuova versione dell'articolo costituzionale sulla moneta con 34 voti contro 6, mentre il Consiglio nazionale la respinse con 86 voti contro 83 e 9 astensioni⁵³. Nella Camera bassa, ai voti di chi si opponeva all'iscrizione della stabilità dei prezzi nel mandato della banca d'emissione si erano aggiunti quelli degli oppositori a una norma costituzionale che avrebbe permesso di destinare le riserve auree eccedentarie alla prevista fondazione di solidarietà. La riforma separata dell'ordinamento monetario si concluse quindi con un fallimento. Numerosi elementi emersi nel corso di questa procedura furono però ripresi più tardi in occasione della revisione totale della legge sulla Banca nazionale (cfr. 9.6).

9.3.6 Valutazione

L'alleanza contro natura tra i partiti di sinistra e di destra nel voto finale fu il risultato di un amalgama sempre più frequente tra la riforma dell'ordinamento monetario e la fondazione di solidarietà sia nel dibattito parlamentare sia nei media. Gli oppositori alla fondazione volevano ottenere la garanzia che quest'ultima non sarebbe stata istituita mediante una semplice legge

51 Boll. Uff. CSt (1999), pp. 217 segg.

52 Boll. Uff. CN (1999), p. 1224.

53 Boll. Uff. CSt (1999), p. 598; Boll. Uff. CN (1999), pp. 1403 seg.

federale, ma che dovesse essere obbligatoriamente sottoposta al verdetto popolare, poiché la variante proposta in sede di aggiornamento non prevedeva una base giuridica per lo scorporo delle riserve auree eccedentarie. D'altronde, una simile votazione divenne di fatto necessaria (cfr. 9.4.4). Per gli oppositori all'obiettivo della stabilità dei prezzi, era evidente che la nuova costituzione avrebbe comunque permesso di rivalutare le riserve di oro della BNS. Poterono così respingere la riforma separata dell'ordinamento monetario, senza mettere in pericolo l'utilizzo per altri compiti pubblici delle riserve monetarie non più necessarie.

La BNS deplorò il fallimento della riforma separata dell'ordinamento monetario, rilevando che la mancanza di precisione del mandato affidato alla banca d'emissione allontanava sempre più il nostro ordinamento monetario dallo standard costituzionale europeo e questo fatto non doveva essere sottovalutato. Dando prova di realismo, la Direzione generale si arrese tuttavia all'evidenza che il nuovo articolo 99 Cost. sarebbe stato per lungo tempo la base costituzionale della politica monetaria svizzera, considerato che un nuovo tentativo di riforma a livello costituzionale avrebbe avuto poche possibilità di successo. Era fuori di dubbio che la BNS avrebbe continuato a esercitare anche in futuro una politica monetaria fondata sulla stabilità.

9.4 La disputa sull'utilizzo delle riserve di oro eccedentarie

PETER KLAUSER

9.4.1 *L'idea di una fondazione di solidarietà*

Nella seconda metà degli anni novanta, la Svizzera si trovò inaspettatamente confrontata con il comportamento che aveva assunto durante la seconda guerra mondiale. Al centro delle critiche vi erano soprattutto le relazioni economiche e finanziarie intrattenute con i belligeranti (cfr. 10.5). In un intervento pronunciato il 5 marzo 1997 davanti all'Assemblea federale, l'allora presidente della Confederazione Arnold Koller aveva lanciato l'idea di una fondazione di solidarietà che avrebbe dovuto essere «un gesto che si iscriva nella tradizione umanitaria della Svizzera ed esprima la gratitudine per essere stati risparmiati dai due conflitti mondiali»⁵⁴. Sebbene in origine lo scopo della fondazione fosse di «alleviare la miseria in Svizzera e all'estero», successivamente le autorità federali lanciarono un progetto più spiccatamente

⁵⁴ Messaggio (2000), p. 3468.

nazionale e rivolto al futuro. All'Esecutivo non era infatti sfuggito che ampie fasce della popolazione svizzera percepivano la fondazione di solidarietà come un gesto di riparazione estorto dalla pressione internazionale.

Diversi gruppi di lavoro della Confederazione concretizzarono l'idea della fondazione. La Banca nazionale era rappresentata nel gruppo di lavoro «Finanziamento della fondazione» da un membro della Direzione generale, il quale si impegnò soprattutto affinché la banca d'emissione non si trovasse per finire relegata al ruolo di amministratore patrimoniale della fondazione⁵⁵. Quando, alla fine di giugno del 1998, il Consiglio federale avviò la procedura di consultazione relativa al disegno di legge sulla Fondazione Svizzera solidale, il progetto suscitò reazioni di vario genere. Mentre alcuni accolsero il progetto come un segno di gratitudine per 150 anni di pace e di democrazia, altri lo respinsero per motivi di politica estera o di politica finanziaria, ovvero per considerazioni di principio. Sin dall'inizio le maggiori critiche furono però dirette contro le circostanze e il momento scelto per lanciare il progetto.

9.4.2 *Iniziativa popolare «per destinare le riserve d'oro eccedentarie della Banca nazionale svizzera al Fondo AVS»*

L'intenzione del Consiglio federale di finanziare il capitale della fondazione con il ricavato della vendita dell'oro della BNS indusse le cerchie politiche contrarie a questo progetto a depositare nel giugno 1999 l'iniziativa popolare «per destinare le riserve d'oro eccedentarie della Banca nazionale svizzera al Fondo AVS (iniziativa sull'oro)»⁵⁶. L'iniziativa chiedeva di completare la Costituzione federale del 18 aprile 1999 con un articolo 99 capoverso 3a (nuovo) che prevedeva di trasferire dalla Banca nazionale al Fondo di compensazione dell'assicurazione vecchiaia e superstiti (AVS) «le riserve monetarie [...] che non servono più a scopi di politica monetaria [...], esse stesse o i loro redditi». Secondo gli autori dell'iniziativa, le riserve di oro eccedentarie della BNS erano il frutto di risparmi di diverse generazioni di Svizzeri e quindi, in quanto patrimonio della popolazione, dovevano essere impiegate per garantire la previdenza vecchiaia e superstiti nel Paese. Il Consiglio federale chiese al Parlamento di sottoporre l'iniziativa al voto del popolo e dei Cantoni con la raccomandazione di respingerla⁵⁷.

55 SNB, verbale della Direzione generale (1997), 18 giugno, n. 292, 24 luglio, n. 353.

56 FF 1999 4792.

57 Messaggio (2001), pp. 1221 segg.

9.4.3 *Messaggio concernente l'utilizzo delle riserve di oro e una legge federale sulla Fondazione Svizzera solidale*

Il dibattito parlamentare sulla riforma separata dell'ordinamento monetario aveva posto il Consiglio federale di fronte all'evidenza che l'istituzione e il finanziamento della prevista fondazione di solidarietà necessitavano di una base costituzionale specifica (cfr. 9.3.5). Per questo, nel messaggio del 17 maggio 2000 propose in un primo tempo al Parlamento una modifica costituzionale che consentisse al legislatore di disciplinare separatamente l'utilizzo del ricavo della vendita delle riserve di oro non più necessarie ai fini della politica monetaria. Per semplificare le cose e d'intesa con la Direzione generale, il Consiglio federale preventivò l'importo delle riserve di oro eccedentarie alla metà circa della consistenza in oro globale, ossia a 1300 tonnellate. Una disposizione transitoria relativa all'articolo 99 Cost. avrebbe dovuto permettere di istituire e finanziare la Fondazione Svizzera solidale con il ricavo della vendita di una parte delle riserve di oro eccedentarie. Già a questo stadio, la BNS aveva chiarito la sua posizione affermando che spettava al potere politico decidere la destinazione delle riserve di oro eccedentarie e che per questo motivo si sarebbe astenuta dall'intervenire nella discussione.

Con lo stesso messaggio, il Consiglio federale sottopose alle Camere federali anche il disegno di legge sulla Fondazione Svizzera solidale⁵⁸, definendone lo scopo e i compiti, la sua organizzazione, il finanziamento e la gestione del patrimonio. La fondazione doveva rafforzare la solidarietà in Svizzera e all'estero, lottare contro le cause della povertà, della miseria e della violenza e aiutare le persone che ne erano colpite a darsi un futuro dignitoso. Come massima generale, la fondazione doveva in particolare impegnarsi per offrire prospettive e possibilità di sviluppo ai fanciulli e ai giovani. Come capitale di dotazione era prevista una prima quota di 500 tonnellate dell'oro della BNS, per un massimo di 7 miliardi di franchi⁵⁹.

9.4.4 *Deliberazioni parlamentari e votazione popolare*

Nel corso delle deliberazioni, le Camere federali modificarono profondamente il disegno del Consiglio federale. Decisero in particolare di precisare la disposizione costituzionale transitoria, redatta in termini troppo generici, disciplinando in dettaglio l'utilizzo delle 1300 tonnellate di oro non più necessarie per la politica monetaria. In tal modo, l'Assemblea

58 Messaggio (2000), pp. 3496 segg.

59 Messaggio (2000), pp. 3476, 3481.

federale poté sottoporre al voto del popolo e dei Cantoni un controprogetto all'iniziativa popolare «per destinare le riserve d'oro eccedentarie della Banca nazionale svizzera al Fondo AVS». La disposizione transitoria, adottata dalle Camere federali il 22 marzo 2002, stabiliva che il ricavo della vendita di 1300 tonnellate di oro della BNS sarebbe stato versato in un fondo giuridicamente indipendente istituito dal Consiglio federale, che il patrimonio del fondo doveva essere mantenuto al suo valore reale e distribuito durante un periodo di 30 anni nella misura di un terzo ciascuno all'AVS, ai Cantoni e a una fondazione istituita mediante legge. Con soddisfazione della BNS, nei dibattiti parlamentari nessuno mise seriamente in dubbio l'importo delle riserve monetarie chiesto dalla Banca per adempiere i suoi compiti dopo la soppressione del vincolo del franco all'oro (importo che d'altronde determinava l'ammontare delle riserve di oro che potevano essere scorporate).

Al termine di una campagna molto accesa, nella votazione popolare del 22 settembre 2002 furono respinte sia l'iniziativa popolare «per destinare le riserve d'oro eccedentarie della Banca nazionale svizzera al Fondo AVS» sia il controprogetto dell'Assemblea federale «L'oro all'AVS, ai Cantoni e alla Fondazione». L'iniziativa sull'oro raccolse il 47,6% dei voti, il controprogetto il 48,2%. Nella domanda risolutiva, il 52,0% dei votanti si era nondimeno espresso a favore del controprogetto⁶⁰. Il contenuto dell'articolo costituzionale sulla moneta (art. 99) rimase quindi invariato, ma la questione dell'utilizzo delle riserve d'oro eccedentarie restava irrisolta. Gli attivi liberi furono mantenuti momentaneamente nel bilancio della Banca nazionale e gli utili conseguiti con l'investimento dei ricavi delle vendite di oro furono fatti confluire nel conto economico ordinario. La BNS mantenne tuttavia la sua posizione secondo la quale era auspicabile lo scorporo delle riserve non più necessarie, per evitare conflitti d'interessi tra la politica monetaria e la gestione patrimoniale per conto di terzi.

9.4.5 *Interventi politici relativi all'utilizzo dell'oro e all'iniziativa popolare «Utili della Banca nazionale per l'AVS» (iniziativa COSA)*

Dopo il doppio «no» del 22 settembre 2002, si assistette a una serie di interventi politici relativi all'utilizzo delle riserve auree eccedentarie, sotto forma di mozioni, interpellanze, iniziative parlamentari e iniziative di Cantoni. Le proposte spaziavano dalla riduzione del debito pubblico all'utilizzo delle riserve di oro per l'AVS, dalla formazione e la ricerca alla famiglia, dalla

60 Messaggio (2003), p. 5347.

costruzione di abitazioni in locazione all'aumento, a livello nazionale, degli assegni per i figli⁶¹. Tali interventi furono una testimonianza eloquente della grande creatività dei politici quando si tratta di elargire pubblico denaro. Questa situazione convinse la Direzione generale a persistere nella sua precedente decisione di non prendere posizione sulla destinazione delle riserve di oro e di lasciare la decisione ai politici.

L'iniziativa popolare «Utili della Banca nazionale per l'AVS» (iniziativa COSA), depositata nell'ottobre 2002, introdusse un nuovo elemento nel dibattito sull'utilizzo degli attivi liberi⁶². Essa prevedeva di versare l'utile netto della Banca nazionale al Fondo di compensazione dell'AVS, dopo deduzione di 1 miliardo di franchi all'anno destinato ai Cantoni. Secondo gli autori, l'iniziativa non si riferiva al patrimonio aureo, bensì ai ricavi correnti della BNS provenienti dalla gestione degli attivi. Ciononostante si poneva il problema di determinare se in caso di accettazione dell'iniziativa la definizione di «utile netto della Banca nazionale» avrebbe inglobato o meno le riserve auree. In ogni caso, l'iniziativa rappresentava una minaccia per gli interessi finanziari della Confederazione e dei Cantoni, poiché in caso di accettazione avrebbe messo in gioco entrate annuali considerevoli, perlomeno sino alla scadenza della Convenzione 2002 sulla ripartizione degli utili (cfr. 8.4.5). Era inoltre prevedibile che, se l'iniziativa fosse stata accettata, sarebbe stato difficile destinare la sostanza o il ricavo delle riserve auree a uno scopo diverso dall'AVS nel caso in cui la questione dell'utilizzo dell'oro non fosse ancora stata chiarita.

Sebbene per altri motivi, anche la BNS era dichiaratamente contraria all'iniziativa COSA, ritenendo che l'iscrizione di un obiettivo di politica sociale (il finanziamento dell'AVS) nel mandato costituzionale della banca d'emissione ne avrebbe minato l'indipendenza. Dato che gli autori dell'iniziativa si basavano su stime degli utili completamente irrealistiche (versamento costante di 3 miliardi di franchi all'anno), la Direzione generale temeva che, in caso di problemi di finanziamento dell'AVS, la BNS potesse subire pressioni politiche per aumentare le quote di utili da devolvere all'AVS. Questa situazione avrebbe inevitabilmente inasprito i conflitti, qualora gli utili della Banca nazionale si fossero assestati al ribasso sul potenziale di ricavo a lungo termine valutato a 1 miliardo di franchi (cfr. 8.4.5), visto che da quel momento non sarebbe rimasto più nulla per l'AVS.

61 Per i dettagli cfr. Messaggio (2003), pp. 5340, 5349.

62 FF 2002 6546.

9.4.6 *Messaggio concernente l'utilizzo delle 1300 tonnellate di oro e l'iniziativa COSA*

Dopo l'esame di diverse opzioni, alla fine di gennaio del 2003 il Consiglio federale prese la decisione di massima di attribuire nella misura di due terzi ai Cantoni e di un terzo alla Confederazione i ricavi della vendita delle 1300 tonnellate di oro, di cui la BNS non aveva più bisogno per la sua politica monetaria. Nella sostanza il patrimonio aureo doveva restare al valore reale e la sua gestione trasferita a un fondo esterno. La decisione del Consiglio federale teneva ampiamente conto dei risultati di un'analisi VOX sull'esito della votazione popolare del 22 settembre 2002, che aveva evidenziato come ampie fasce della popolazione fossero favorevoli al mantenimento del valore reale del patrimonio aureo⁶³.

La BNS, precedentemente consultata, sottolineò la sua volontà di essere dispensata il più rapidamente possibile dalla gestione degli attivi liberi. Per questo motivo avrebbe preferito che, una volta conclusa la vendita dell'oro, la sostanza patrimoniale fosse distribuita direttamente secondo la vigente chiave di ripartizione alla Confederazione (un terzo) e ai Cantoni (due terzi). Questa soluzione conforme alla costituzione e alla legge avrebbe permesso di sollevarla rapidamente e completamente dai suoi compiti di gestione patrimoniale per conto dei poteri pubblici e avrebbe impedito una strumentalizzazione degli attivi liberi da parte dei partiti politici.

Successivamente, con il messaggio del 20 agosto 2003 il Consiglio federale sottopose al Parlamento due progetti separati: un disegno di articolo costituzionale per l'utilizzo delle 1300 tonnellate di oro della Banca nazionale e un decreto federale sull'iniziativa popolare «Utili della Banca nazionale per l'AVS»⁶⁴. Secondo la proposta governativa, il ricavo della vendita delle 1300 tonnellate di oro della BNS doveva essere trasferito a un fondo giuridicamente indipendente costituito dall'Esecutivo stesso, il patrimonio del fondo mantenuto al suo valore reale e il suo ricavo attribuito nella misura di un terzo alla Confederazione e di due terzi ai Cantoni per un periodo di 30 anni. Alla scadenza di tale termine, il patrimonio doveva essere suddiviso nella stessa proporzione tra la Confederazione e i Cantoni, a meno che il popolo e i Cantoni non decidessero di sopprimere il fondo o di utilizzarlo per altri scopi. Con il mantenimento del valore reale, che consisteva nell'alimentare annualmente il patrimonio del fondo nella misura del rincaro, il Consiglio federale voleva garantire anche alle generazioni future di poter disporre del patrimonio aureo

63 Messaggio (2003), pp. 5346 seg.

64 Messaggio (2003), pp. 5340 segg.

risparmiato sull'arco di decenni. A tal fine, riteneva necessaria una speciale base costituzionale⁶⁵.

L'Esecutivo raccomandò di respingere l'iniziativa popolare «Utili della Banca nazionale per l'AVS» senza opporle un controprogetto, ritenendo che non avrebbe in ogni modo raggiunto l'effetto auspicato, ossia il risanamento a lungo termine dell'AVS. Considerava inoltre che sancire un obiettivo di finanziamento dell'AVS nell'articolo costituzionale sulla moneta mettesse in pericolo l'indipendenza della banca d'emissione⁶⁶.

9.4.7 *Trattazione in Parlamento*

La soluzione proposta dal Consiglio federale, ossia il mantenimento del valore reale, la gestione da parte di un fondo esterno e la distribuzione degli utili secondo la vigente chiave di ripartizione, aveva sin dall'inizio scarse probabilità di ottenere la maggioranza nelle due Camere. Gli interessi dei Cantoni, i quali dopo il doppio «no» popolare si attendevano più di una semplice ripartizione degli utili, e quelli dei grandi partiti, che prediligevano il finanziamento della popolare AVS, erano troppo divergenti.

Quale Camera prioritaria, il Consiglio nazionale si occupò di entrambi i progetti nel giugno del 2004. Esso decise di attribuire i ricavi reali del capitale generato dalla vendita delle riserve di oro eccedentarie in ragione di due terzi all'AVS e di un terzo ai Cantoni. Presentò inoltre un controprogetto all'iniziativa COSA, prevedendo di distribuire i futuri utili della BNS in parti uguali all'AVS e ai Cantoni⁶⁷. La BNS, consultata dalla Commissione parlamentare incaricata dell'esame preliminare, si era invano opposta alla decisione di vincolare gli utili della Banca nazionale al finanziamento di un'assicurazione sociale, sottolineando che nessun ordinamento monetario dei paesi dell'OCSE prevedeva qualcosa di simile.

Nel settembre del 2004, il Consiglio degli Stati decise di non entrare in materia sul disegno costituzionale del Consiglio federale inteso a mantenere il valore reale del ricavo della vendita di oro. Indirettamente, respinse quindi anche la modifica della chiave di ripartizione dei ricavi reali adottata dal Consiglio nazionale. La Camera alta si oppose altresì all'iniziativa COSA proponendo di respingerla senza controprogetto⁶⁸.

Nel corso della sessione invernale 2004, il Consiglio nazionale si attenne, in un primo tempo, alla sua precedente decisione di entrare in materia sulla

65 Messaggio (2003), pp. 5357, 5383.

66 Messaggio (2003), pp. 5368 segg., 5384.

67 Boll. Off. CN (2004), pp. 948, 966, 976.

68 Boll. Off. CSt (2004), pp. 500 segg.

proposta del Consiglio federale relativa all'utilizzo delle riserve di oro eccedentarie; in seguito, persistette con il suo controprogetto all'iniziativa COSA⁶⁹. Già il giorno successivo, il 16 dicembre 2004, il Consiglio degli Stati confermò la sua decisione di non entrata in materia⁷⁰, sigillando in tal modo il fallimento del secondo tentativo politico di trovare un'altra destinazione alle riserve auree eccedentarie della BNS e ponendo quindi fine a una situazione che il consigliere federale Hans-Rudolf Merz definì una tragedia della democrazia⁷¹.

9.4.8 Rapida distribuzione dell'oro eccedentario

Riconfermando la sua decisione di non entrata in materia, il Consiglio degli Stati aveva espresso la convinzione che le riserve di oro eccedentarie della BNS dovevano essere distribuite alla Confederazione e ai Cantoni secondo la chiave di ripartizione in vigore. Di fatto, anche il ricavo della vendita dell'oro eccedentario, che alla fine del 2004 aveva raggiunto le 64,1 tonnellate, rappresentava un «utile che può essere distribuito» ai sensi dell'articolo 30 capoverso 2 LBN. Sebbene sino a quel momento la BNS avesse accantonato nel suo bilancio questo patrimonio e distribuito il prodotto, essa riteneva giustificato questo modo di procedere solo finché un progetto concernente un diverso utilizzo dell'oro fosse pendente in Parlamento.

L'unica conclusione che si poteva trarre dalla decisione di non entrata in materia del Consiglio degli Stati del 16 dicembre 2004 era che un qualsivoglia nuovo progetto sull'utilizzo dell'oro avrebbe difficilmente raccolto consensi maggioritari in Parlamento. Il 2 febbraio 2005, arrendendosi alla realtà politica, il Consiglio federale decise che le riserve di oro eccedentarie dovevano essere distribuite nella misura di due terzi ai Cantoni e di un terzo alla Confederazione. Lasciò ancora in sospeso il momento della distribuzione, ma i Cantoni fecero pressione affinché il versamento fosse effettuato il più presto possibile. Alla fine di febbraio del 2005, il Dipartimento federale delle finanze e la BNS conclusero una speciale convenzione che disciplinava la distribuzione del ricavo della vendita delle 1300 tonnellate di oro, ossia un importo di 21,1 miliardi di franchi. La BNS distribuì i fondi attinti all'esercizio 2004 in dieci quote tra inizio maggio e metà luglio 2005⁷².

La rapida distribuzione del ricavo della vendita di oro liberò la Banca nazionale dal doppio ruolo problematico di autorità monetaria, da un lato, e di amministratore del patrimonio per conto di terzi, dall'altro. La battaglia

69 Boll. Uff. CN (2004), pp. 2090, 2103.

70 Boll. Uff. CSt (2004), pp. 908 segg.

71 Boll. Uff. CSt (2004), p. 911.

72 Cfr. Hildebrand e Jordan (2005), p. 29.

sulla ripartizione delle riserve di oro eccedentarie, che si era protratta per quasi otto anni, fece emergere un aspetto preoccupante, ossia l'incapacità dell'apparato politico svizzero di risolvere entro un termine ragionevole un problema tecnico di portata limitata. La distribuzione del patrimonio aureo agli ex e odierni detentori del mandato monopolistico conferito alla banca d'emissione fu dunque accolta con sollievo. Si concludeva in tal modo un capitolo della storia recente della banca d'emissione da taluni sarcasticamente stigmatizzato come «maledizione dell'oro» o «danza del vitello d'oro».

9.4.9 *Votazione popolare sull'iniziativa COSA*

Nel 2005 l'iniziativa COSA restò bloccata in Parlamento per diversi mesi. Alla fine di ottobre 2005, i partiti governativi presentarono alla Commissione del Consiglio nazionale incaricata dell'esame preliminare una proposta congiunta secondo cui la quota destinata alla Confederazione del ricavo della vendita delle riserve auree eccedentarie della BNS (ca. 7 mia. di fr.) doveva essere versata nel Fondo di compensazione dell'AVS. Successivamente la Commissione elaborò un progetto di «legge federale sull'impiego della quota spettante alla Confederazione nella ripartizione dell'oro della Banca nazionale». La legge era concepita come controprogetto indiretto all'iniziativa COSA; la sua entrata in vigore era vincolata all'esito della votazione, ossia era prevista solo se l'iniziativa fosse stata respinta in votazione popolare. Nella sessione invernale 2005, le Camere federali adottarono tale legge decidendo nel contempo ad ampia maggioranza di raccomandare al popolo e ai Cantoni di respingere l'iniziativa COSA.

Si aprì così la campagna per la votazione, che a partire dalla primavera del 2006 assunse toni veementi. L'alleanza di sinistra (ossia sindacati, socialisti e verdi) si unì ai promotori dell'iniziativa. Un'alleanza borghese, composta di oltre 140 consiglieri nazionali e consiglieri agli Stati, si schierò contro l'iniziativa COSA con il sostegno delle organizzazioni dell'economia e dei direttori cantonali delle finanze. Anche i vertici della Banca nazionale si dichiararono a chiare lettere contro l'iniziativa. È vero che i promotori dell'iniziativa avevano chiesto alla Banca nazionale di non scendere in campo nella campagna in vista della votazione⁷³; tuttavia, nell'intento di dare una visione fedele dei fatti, la Direzione della Banca si sentì in dovere di prendere pubblicamente posizione per spiegare che l'iniziativa dava un'immagine irrealistica del potenziale utile della BNS e ne metteva a repentaglio l'indipendenza⁷⁴. Il presidente della

73 BNS, verbale dell'Assemblea generale (2006), p.5 (CN Rudolf Rechsteiner).

74 NZZ (2006a); Roth (2006), p.6.

Direzione generale, Jean-Pierre Roth, indicò tra l'altro che in caso di accettazione dell'iniziativa COSA sarebbe stato necessario praticare una politica più aggressiva, per persuadere i mercati finanziari che la BNS era intenzionata a garantire la stabilità dei prezzi a lungo termine⁷⁵.

Con il 58,3 per cento di voti contrari e il 41,7 per cento di voti favorevoli, l'iniziativa COSA venne nettamente respinta nella votazione popolare del 24 settembre 2006, con una partecipazione chiaramente superiore alla media. L'iniziativa raccolse una maggioranza risicata soltanto nei Cantoni di Basilea Città, Ginevra e Ticino. Da più parti questo chiaro voto negativo da parte del popolo venne considerato come riconoscimento dell'indipendenza della politica monetaria. La Banca nazionale prese atto con soddisfazione dell'esito della votazione, poiché le condizioni per proseguire la sua politica improntata alla stabilità rimanevano immutate.

9.5 Nuova legge sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento

PETER KLAUSER

9.5.1 Introduzione

I lavori preliminari per attuare lo svincolo del franco dall'oro nell'ambito della legislazione federale furono avviati già nel corso dei dibattiti parlamentari relativi all'aggiornamento della costituzione federale e alla riforma separata dell'ordinamento monetario. Nell'autunno 1998, il gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» presentò al Dipartimento federale delle finanze un progetto di nuova legge federale sulla moneta e i mezzi di pagamento con relativo rapporto esplicativo⁷⁶, adempiendo in tal modo la seconda parte del suo mandato (cfr. 9.3.1).

Per due motivi era indispensabile istituire al più presto una nuova legge. Da un lato, la nuova costituzione federale non ripartiva più la materia in un articolo sulla moneta e uno sulla banca d'emissione. La sistematica della legislazione federale orientata sul supporto materiale del denaro contante – legge sulla moneta in applicazione dell'articolo 38 della vecchia costituzione (vCost) e vecchia legge sulla Banca nazionale (vLBN) in applicazione dell'articolo 39 vCost. – aveva perciò perso la sua ragion d'essere. La tradizionale regolamentazione della moneta svizzera nella legge sulle monete era

⁷⁵ NZZ (2006b).

⁷⁶ Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1998), pp. 2 segg., 30.

comunque solo una reliquia del passato, risalente all'epoca delle «monete correnti». Già da molto tempo, l'influenza dell'ordinamento giuridico dell'unità monetaria andava ben oltre il settore delle monete contanti, nel senso che l'insieme del denaro espresso in valuta del Paese era ormai oggetto della politica monetaria nazionale. Sembrò quindi logico disciplinare le caratteristiche della valuta svizzera in un nuovo atto normativo più completo.

D'altro lato, la concretizzazione del settore delle monete e di quello dei biglietti di banca in un unico atto normativo fu dettata anche da considerazioni pratiche. Sino a quel momento il cittadino che voleva conoscere i suoi diritti quale titolare di banconote e monete doveva districarsi con fatica in un groviglio di atti legislativi. Era pertanto giunto il momento di raggruppare tutte le norme sul potere liberatorio dei mezzi di pagamento a corso legale e i diritti dei loro possessori in un'unica legge che avrebbe disciplinato tutte le peculiarità d'interesse pubblico della valuta e della moneta statale⁷⁷.

9.5.2 *Progetto di legge del gruppo di esperti e procedura di consultazione*

Il progetto presentato dal gruppo di esperti attuava a livello legislativo la soppressione del vincolo del franco all'oro, era suddiviso in cinque sezioni e comprendeva appena dodici articoli. La sezione 1 definiva l'unità monetaria svizzera e i mezzi di pagamento legali. Il regime monetario (sezione 2) e il regime dei biglietti di banca (sezione 3) disciplinavano principalmente le competenze del Consiglio federale, del Dipartimento federale delle finanze e della Banca nazionale nell'ambito del monopolio sulla moneta contante. La sezione 4 concerneva i depositi a vista presso la BNS, mentre la sezione 5 raggruppava le norme penali a tutela del monopolio sulle monete e sui biglietti di banca. Il progetto sostituiva integralmente la vecchia legge sulle monete e riprendeva le disposizioni sui biglietti di banca dalla legge del 1953 sulla Banca nazionale (art. 17–23 vLBN). Questo approccio permise poi di concentrare il contenuto della nuova legge sulla Banca nazionale (LBN) sui compiti esulanti dalle operazioni in denaro contante, sugli strumenti di politica monetaria e sulle disposizioni d'organizzazione (cfr. 9.6).

Il gruppo di esperti aveva esaminato la proposta, che in seguito però respinse, di delegare alla BNS, nell'ambito della legislazione d'esecuzione relativa all'articolo 99 capoverso 1 Cost., anche il monopolio della regalìa delle monete. In tal modo si sarebbe permesso alla BNS di controllare direttamente la creazione di tutta la moneta statale. Tuttavia, la Confederazione non voleva, come illustrato dai suoi rappresentanti nel gruppo di esperti, cedere ai

77 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1998), pp. 7 seg.

Cantoni i due terzi dell'utile generato dall'emissione di monete (*seignorage*), come invece sarebbe stato il caso con l'applicazione della chiave di ripartizione prevista dall'articolo 99 capoverso 4 Cost. Dal canto suo, la BNS non si era battuta per ottenere questo monopolio. Alla fine del 1999, la proporzione tra monete circolanti e banconote era in media di 1:14; di fatto il monopolio della regalìa delle monete della Confederazione non costituiva dunque un problema per la conduzione della politica monetaria svizzera.

Il Consiglio federale ritenne che il progetto, e il relativo commento del gruppo di esperti, fosse una base adeguata per sottoporre un disegno di legge al Parlamento. Anche nella procedura di consultazione, protrattasi dalla fine di ottobre 1998 a metà gennaio 1999, il progetto proposto dal gruppo peritale aveva avuto un'accoglienza assai favorevole. Solo gli ambienti della numismatica avevano auspicato alcune modifiche materiali, criticando il fatto che il progetto di legge limitasse alla Banca nazionale e alle casse pubbliche della Confederazione l'obbligo di accettazione delle monete commemorative e delle monete di investimento. Esse temevano che questa restrizione comportasse un indebolimento della domanda di tali monete⁷⁸.

9.5.3 *Messaggio relativo alla LUMP e linee generali della legge*

Il 26 maggio 1999, il Consiglio federale licenziò il messaggio concernente la legge federale sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento (LUMP). Rispetto al progetto degli esperti, il disegno di legge dell'Esecutivo introduceva unicamente una precisazione terminologica. Per garantire la certezza del diritto, si atteneva alla limitazione dell'obbligo di accettazione per le monete commemorative e le monete di investimento, ritenute poco conosciute dal pubblico quali mezzi di pagamento⁷⁹.

Come indicato dal titolo stesso, la LUMP disciplina innanzitutto l'«unità monetaria», ossia la moneta nella sua funzione astratta di unità di conto e di unità di valore standardizzato⁸⁰. L'articolo 1 LUMP definisce l'unità monetaria svizzera (denominazione e divisione). Due particolarità sono degne di essere specialmente menzionate. Innanzitutto, a differenza delle leggi monetarie di altri paesi, la LUMP non stabilisce regole per determinare il sistema monetario nazionale. Dal punto di vista della funzione economica della moneta, ciò evidenzia l'apertura del legislatore nei confronti di due opzioni fondamentali della politica monetaria: o la BNS persegue la stabilità del valore

78 Messaggio (1999), p. 6209.

79 Messaggio (1999), p. 6209 seg.

80 Cfr. Schar-Schuppisser (1989), pp. 71 segg.

della moneta all'interno del Paese – intesa come stabilità dei prezzi – mediante il controllo della massa monetaria oppure persegue la stabilità del valore esterno della moneta, vincolando il tasso di cambio del franco a un'altra moneta o a un paniere di monete⁸¹. Il disegno di legge aveva volutamente evitato di disciplinare la procedura e le competenze per determinare il valore esterno dell'unità monetaria nel caso in cui si scegliesse di vincolare il tasso di cambio del franco a un'altra moneta, per esempio all'euro. La normativa avrebbe potuto ispirarsi al modello dell'Unione europea, dove il Consiglio dei ministri dell'economia e delle finanze, su raccomandazione della Banca centrale europea (BCE) o della Commissione e dopo avere sentito la BCE, può concludere accordi formali su un sistema di tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute non comunitarie (art. 111 par. 1 del trattato che istituisce la Comunità europea). Nel suo messaggio, però, il Consiglio federale riconobbe francamente che sarebbe stato difficile stabilire i criteri o formulare in modo dettagliato le competenze per decidere concretamente se optare per il sistema dei cambi fissi o per quello dei cambi flessibili «fintanto che le relazioni della Svizzera con l'Unione monetaria europea non sono chiaramente definite»⁸². La BNS condivise questa posizione pragmatica.

Come seconda particolarità, la LUMP tiene conto del profondo cambiamento subito dalla struttura concreta del denaro quale «mezzo di pagamento» nel corso del ventesimo secolo. Fu chiaro sin dall'inizio che i mezzi di pagamento emessi da privati – ad esempio assegni, carte di garanzia e di pagamento, averi in conti bancari e postali, moneta elettronica – non avrebbero potuto essere disciplinati dalla LUMP. In un'economia di mercato, l'emissione di simili mezzi di pagamento resta sottoposta alla libera concorrenza. La LUMP riguarda quindi esclusivamente il denaro, emesso dallo Stato e dalla banca centrale, con il quale un debitore può onorare con effetto liberatorio i suoi debiti pecuniari (mezzo legale di pagamento)⁸³. Essa disciplina, differenziando a seconda del mezzo legale di pagamento, l'obbligo di accettazione del creditore di un debito pecuniario espresso in franchi svizzeri. Oltre alle monete e ai biglietti di banca svizzeri, la legge designa come mezzi legali di pagamento anche i depositi a vista in franchi presso la BNS (art. 2 LUMP). Secondo il gruppo di esperti, era decisivo che gli averi a vista presso la banca centrale potessero essere convertiti in qualsiasi momento e senza difficoltà in biglietti di banca (o monete) e non presentassero alcun rischio in merito alla

81 Cfr. Klauser (2000), p. 21.

82 Messaggio (1999), pp. 6209 seg.

83 Cfr. Klauser (2000), pp. 23 seg.

solvibilità⁸⁴. Tutti i titolari di un conto presso la BNS sono tenuti ad accettare senza limitazione di somma i depositi a vista in franchi presso questo istituto (art. 3 cpv. 3 LUMP). Solo gli operatori coinvolti nelle operazioni di pagamento hanno tuttavia il diritto di gestire un deposito a vista presso la BNS (art. 10 LUMP).

Le disposizioni penali della LUMP relative ai mezzi legali di pagamento si prefiggono di proteggere diversi beni giuridici. Le monete e i biglietti di banca godono di un'ampia fiducia da parte del pubblico grazie al monopolio di emissione statale e al loro potere liberatorio legale. L'esercizio illimitato del monopolio sulle monete da parte della Confederazione e di quello sui biglietti di banca da parte della Banca nazionale doveva quindi essere protetto penalmente (art. 11 LUMP). Inoltre, l'allegato della LUMP ha introdotto una modifica del codice penale relativa all'imitazione di biglietti di banca o monete senza fine di falsificazione ma con pericolo di confusione con banconote o monete autentiche (art. 243 CP), che contribuisce a rafforzare la protezione della sicurezza della circolazione del denaro contante⁸⁵.

In seguito alla soppressione del vincolo del franco all'oro, anche una serie di disposizioni della vecchia legge sulla Banca nazionale divennero caduche e non furono più riprese nel nuovo ordinamento dei biglietti di banca (art. 7–9 LUMP). Si tratta essenzialmente della prescrizione sulla copertura aurea minima del 25% dei biglietti in circolazione (art. 19 vLNB) e delle disposizioni d'esecuzione relative all'obbligo del rimborso e alla parità aurea (art. 20–22 vLBN).

9.5.4 *Trattazione in Parlamento*

Considerata una legge essenzialmente tecnica, la LUMP non suscitò animate discussioni in Parlamento. In Consiglio nazionale la sinistra approfittò tuttavia del dibattito di entrata in materia per rimproverare al Consiglio federale e alla Banca nazionale di aver troppo temporeggiato prima di adottare le misure necessarie per abrogare il vincolo del franco all'oro, scialacquando così il patrimonio del popolo a causa del calo del prezzo dell'oro verificatosi negli anni precedenti⁸⁶.

Il Consiglio nazionale esaminò la LUMP all'inizio di ottobre 1999, lasciando praticamente invariato il disegno del Consiglio federale. Respinte unicamente la proposta di sostituire l'obbligo dell'autorizzazione per la

84 Cfr. Giovanoli (1993), pp. 110 segg.

85 Cfr. Klauser (2000), pp. 27 seg.

86 Boll. Uff. CN (1999), pp. 2026 segg.

fabbricazione o l'importazione di oggetti simili a monete con una norma penale intesa a reprimere direttamente l'imitazione di monete senza fine di falsificazione ma con pericolo di confusione con monete autentiche. Anche se tale modifica era stata concepita come un passo verso la liberalizzazione, la maggioranza della Camera temeva che il rischio di incorrere in una sanzione penale avrebbe ostacolato l'emissione di medaglie commemorative di eventi importanti da parte di Cantoni, Comuni e privati.

Nella sessione invernale 1999, il Consiglio degli Stati aderì invece alla versione presentata dal Consiglio federale. Con una lieve modifica del testo volle comunque lasciare aperta la possibilità di privatizzare la Zecca federale⁸⁷. Nella procedura di appianamento delle divergenze, il Consiglio nazionale si allineò senza discussione al testo adottato dal Consiglio degli Stati; il 22 dicembre 1999 le due Camere adottarono la LUMP ad ampia maggioranza⁸⁸.

9.5.5 *Valutazione*

La LUMP è entrata in vigore il 1° maggio 2000. Alla stessa data, il Consiglio federale emanò un'ordinanza concernente l'abrogazione di atti normativi in materia monetaria che risalivano ancora al periodo della parità aurea: si trattava del decreto del Consiglio federale del 29 giugno 1954 concernente il corso legale dei biglietti di banca e la soppressione del loro rimborso in oro e del decreto del Consiglio federale del 9 maggio 1971 che stabilisce la parità aurea del franco (cfr. 9.1.3), decreti che in seguito all'entrata in vigore della LUMP divennero caduchi. Dopo l'aggiornamento della base costituzionale sulla politica monetaria (art. 99 Cost.), si concludeva così la seconda tappa della riforma dell'ordinamento monetario svizzero. Nel contempo si era creato il presupposto legale per permettere le future vendite di oro della BNS. La rivalutazione delle consistenze in oro della BNS ai prezzi di mercato il 1° maggio 2000 generò un utile contabile di 27,7 miliardi di franchi⁸⁹. Questo utile fu il segno tangibile che l'oro della BNS era stato demonetizzato ed era divenuto un attivo alla stregua di altri. Il 1° maggio 2000, il Consiglio federale emanò inoltre un'ordinanza sulle monete adeguata al contenuto e alla sistematica della LUMP. Tale ordinanza ha conferito tra l'altro alla BNS la funzione di ufficio centrale per l'approvvigionamento di monete.

87 Boll. Uff. CSt (1999), pp. 1041 segg.

88 Boll. Uff. CN (1999), p. 2506; Boll. Uff. S (1999), p. 1205.

89 BNS, 93° *Rapporto di gestione 2000*, pp. 87, 89.

9.6 Revisione totale della legge sulla Banca nazionale

HANS KUHN

9.6.1 Introduzione

Il gruppo di esperti incaricato dal Dipartimento federale delle finanze (DFE) nell'aprile 1997 di elaborare i progetti per la riforma dell'ordinamento monetario (cfr. 9.3.1) aveva anche il compito, come terza parte del suo mandato, di redigere un progetto di messaggio sulla revisione della legge sulla Banca nazionale. Questi lavori divennero ancora più importanti dopo il fallimento della riforma separata dell'ordinamento monetario. Si trattava in particolare di concretizzare a livello di legge il mandato della banca d'emissione, definito in modo molto generale nell'articolo 99 capoverso 2 della costituzione (Cost., cfr. 9.2.5). L'indipendenza della Banca nazionale, fissata nell'ambito dell'aggiornamento della costituzione federale, doveva infatti anche poggiare su un mandato concreto chiaramente definito.

La legge del 23 dicembre 1953 (vLBN), che il 1° luglio 1954⁹⁰ aveva sostituito la prima legge del 6 ottobre 1905⁹¹ sulla Banca nazionale, doveva urgentemente essere rimaneggiata in profondità anche per altri motivi. La disciplina legale degli strumenti a disposizione della BNS corrispondeva sempre meno alla prassi vissuta. Nella legge dominavano gli strumenti sovrani, in particolare dopo che, nel 1978, nell'ambito di una revisione parziale, erano stati introdotti nel diritto ordinario gli strumenti propri del diritto d'emergenza (riserve minime, controllo delle emissioni, limitazione dei fondi di provenienza estera)⁹². A partire dagli anni ottanta, questi strumenti non furono tuttavia più utilizzati. Nella vecchia legge, gli strumenti negoziali, molto più importanti per l'esercizio della politica monetaria, erano invero disciplinati sin nei minimi dettagli. Questa elevata densità normativa faceva tuttavia sì che la BNS fosse sempre in ritardo nel seguire l'evoluzione dei mercati finanziari. Anche l'organizzazione della Banca nazionale era superata: prevedeva ben sette organi e non soddisfaceva più le esigenze di un moderno governo d'impresa (*corporate governance*, cfr. 10.2). Infine, dopo tre revisioni parziali e lo scorporo delle disposizioni sul denaro contante e sulle monete metalliche, la legge era diventata obsoleta anche dal punto di vista formale. Occorreva quindi rimaneggiarla totalmente, il che presupponeva innanzitutto un adeguamento delle basi costituzionali.

90 Decreto del Consiglio federale del 18 maggio 1954, RU 1954 518.

91 FF 1905 V 297.

92 Legge federale del 15 dicembre 1978, RU 1979 983.

9.6.2 I lavori di revisione

Il gruppo di esperti incaricato della riforma del regime monetario avviò la revisione della legge sulla Banca nazionale nell'estate 1998, immediatamente dopo la presentazione dell'avamprogetto di legge sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento. Nel corso di un biennio, elaborò un avamprogetto di legge di 51 articoli corredato di un esaustivo rapporto esplicativo⁹³ e rielaborò nel contempo, attenendosi a criteri scientifici, anche le basi economiche e giuridiche per una riforma del quadro giuridico della banca d'emissione svizzera. Un gruppo di lavoro, istituito all'interno della BNS, contribuì in modo rilevante a questi lavori, svolgendo tra l'altro studi approfonditi sulla funzione economica delle riserve minime, nonché analisi di diritto comparato sugli elementi costitutivi di un moderno statuto di banca centrale.

Nell'ottobre 2000 il gruppo di esperti consegnò avamprogetto e rapporto al capo del Dipartimento federale delle finanze, concludendo in tal modo la terza ed ultima tappa della riforma dell'ordinamento monetario elvetico. Il Consiglio federale sottopose l'avamprogetto a consultazione per tre mesi a partire dalla metà di marzo 2001; globalmente 62 enti, segnatamente Cantoni, organizzazioni e associazioni, espressero il loro parere in merito, tra questi la BNS stessa, con una voluminosa documentazione. L'avamprogetto del gruppo di esperti fu accolto positivamente dalla maggioranza degli enti consultati. Già a questo stadio, si delinearono però due aspetti che avrebbero monopolizzato il dibattito politico nel corso dell'ulteriore procedura: la formulazione del mandato della banca d'emissione e la procedura per determinare gli utili della Banca nazionale. All'inizio del 2002, il Consiglio federale prese atto dei risultati della procedura di consultazione e fissò le linee generali per l'elaborazione del messaggio. Sottopose il disegno di legge al Parlamento con il messaggio del 26 giugno 2002⁹⁴. Il Consiglio degli Stati iniziò a deliberare sul disegno di legge nella sessione primaverile 2003, il Consiglio nazionale nella successiva sessione autunnale. Dopo l'appianamento di una divergenza, la nuova legge sulla Banca nazionale fu adottata nella votazione finale del 3 ottobre 2003 con 39 voti contro 5 dal Consiglio degli Stati e con 142 voti contro 37 (con 10 astensioni e 10 assenti) dal Consiglio nazionale. Scaduto il termine di referendum, il 22 gennaio 2004 il Consiglio federale fissò la data di entrata in vigore della LBN per il 1° maggio 2004, l'indomani dell'Assemblea generale della BNS⁹⁵.

93 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001).

94 Messaggio (2002), p. 5413.

95 Decisione del Consiglio federale del 24 marzo 2004, RU 2004 2002. L'entrata in vigore della modifica dell'articolo 4 della legge sulle banche, conformemente all'allegato della nuova LBN, era prevista solo per il 1° gennaio 2005.

Tre atti normativi subordinati completarono questa riforma generale. L'ordinanza sulla Banca nazionale (OBN), emanata dalla Direzione generale e posta in vigore il 1° maggio 2004, concerne le disposizioni esecutive relative agli strumenti sovrani (statistica, riserve minime e vigilanza sui sistemi di pagamento e di gestione delle operazioni su titoli). Nel corso della sua seduta costitutiva del 14 maggio 2004, il Consiglio di banca adottò poi un regolamento che disciplina in dettaglio l'organizzazione della Banca nazionale e le procedure dei suoi organi. Infine, la Direzione generale concretizzò gli strumenti negoziali in direttive generali sugli strumenti della politica monetaria (del 25 marzo 2004) e in direttive generali sulla politica d'investimento (del 27 maggio 2004). Contrariamente all'ordinanza sulla Banca nazionale e al regolamento di organizzazione, questi due testi non sono giuridicamente vincolanti, ma descrivono gli strumenti e le procedure utilizzati dalla Banca nazionale nell'attuazione della politica monetaria e nella gestione delle riserve monetarie.

Tematicamente, i lavori di revisione e anche il dibattito politico si focalizzarono su sei punti principali:

- mandato e compiti della Banca nazionale;
- indipendenza e obbligo di rendiconto;
- strumenti negoziali della Banca nazionale;
- strumenti sovrani;
- determinazione e distribuzione degli utili;
- organizzazione della Banca nazionale.

9.6.3 *Mandato e compiti della Banca nazionale*

La formulazione del mandato della Banca nazionale fu politicamente molto controversa. L'articolo 99 capoverso 2 della costituzione formula tale mandato in termini vaghi e obbliga la Banca nazionale a condurre una politica monetaria «nell'interesse generale del Paese». Questa formulazione è ripresa dall'articolo 39 capoverso 3 della vecchia costituzione (vCost.), rispettivamente dall'articolo 2 capoverso 1 vLBN (cfr. 9.2.2). La sua portata normativa è alquanto ridotta a causa della sua indeterminatezza. Rendere concreto il mandato della banca centrale era stato un obiettivo fondamentale della riforma separata dell'ordinamento monetario; dopo il suo fallimento, la concretizzazione a livello legislativo divenne quindi ancora più importante (cfr. 9.3.5).

Il gruppo di esperti propose di fissare nella legge la priorità della stabilità dei prezzi, obbligando nel contempo la BNS a tener conto dell'evoluzione congiunturale⁹⁶. Riprendendo le considerazioni espresse nell'ambito della

96 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), art. 5 cpv. 1.

riforma dell'ordinamento monetario (cfr. 9.3.2), esso ribadì che il controllo del processo di creazione monetaria costituisce il compito principale di una banca centrale. Naturalmente quest'ultima può influire a breve termine anche sulla produzione e sull'occupazione, ma in questo ambito le possibilità della politica monetaria sono molto limitate; particolarmente nel lungo termine si rivelano inefficaci⁹⁷. Nell'ambito della consultazione si formarono gli stessi schieramenti delineatisi nel dibattito relativo al nuovo articolo sulla moneta (cfr. 9.3.3): mentre i partiti di sinistra e i sindacati chiesero di iscrivere nel mandato della BNS la piena occupazione e una crescita economica stabile come obiettivi perlomeno equivalenti a quello della stabilità dei prezzi, il PLR, l'UDC e l'Associazione mantello *économiesuisse* chiesero di dare maggior peso alla priorità della stabilità dei prezzi e di eliminare la nozione troppo vaga di interesse del Paese. La maggioranza dei Cantoni, il PPD, l'Unione svizzera delle arti e mestieri, l'Associazione svizzera dei banchieri e la BNS stessa sostennero la versione ponderata dell'avamprogetto, recepita poi dal Consiglio federale nella proposta presentata al Parlamento⁹⁸.

Il mandato della banca d'emissione fu altresì al centro dei dibattiti parlamentari. Sia nelle commissioni incaricate dell'esame preliminare sia nella sessione plenaria di entrambe le Camere la sinistra presentò proposte di minoranza che chiedevano di sopprimere la chiara gerarchia degli obiettivi prevista nel disegno del Consiglio federale e di porre l'obiettivo di un'evoluzione congiunturale equilibrata allo stesso livello di quello della stabilità dei prezzi⁹⁹. Un'altra proposta manteneva la gerarchia degli obiettivi, ma chiedeva che perlomeno la piena occupazione fosse specificatamente menzionata come elemento della politica congiunturale. Dietro questi interventi si celava tra l'altro la volontà di ostacolare la politica «monetarista» della Banca. Persino gli oppositori a una chiara priorità della stabilità dei prezzi dovettero tuttavia ammettere che la politica svolta fino a quel momento dalla BNS fosse tutt'altro che dogmatica¹⁰⁰. E il consigliere federale Kaspar Villiger precisò che il tentativo di generare una crescita durevole mediante una continua stimolazione monetaria era fallito e aveva comportato i ben noti sviluppi inflazionistici, cui si era dovuto porre rimedio al prezzo di grandi sacrifici e di una rigorosa politica monetaria. Sarebbe quindi stato pericoloso affidare

97 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 97 segg.; Messaggio (2002), pp. 5497 seg.

98 Messaggio (2002), art. 5 cpv. 1.

99 Boll. Uff. CSt (2003), p. 295; Boll. Uff. CN (2003), p. 1270.

100 Cfr. interventi Leuenberger (PS/SO), Boll. Uff. CSt (2003), pp. 296 seg. e Strahm (PS/BE) Boll. Uff. CN (2003), p. 1270.

un simile mandato alla banca centrale¹⁰¹. Nonostante un dibattito caratterizzato da un marcato sfoggio di retorica – il verbale delle sedute riporta più volte l'«ilarità» dei deputati – la proposta di mediazione del Consiglio federale finì per imporsi a chiara maggioranza, seppur con un lieve ritocco redazionale¹⁰². Questa divergenza concerneva l'obbligo della BNS, oltre che di garantire la stabilità dei prezzi quale obiettivo principale, di tener conto anche dell'evoluzione congiunturale. Nella versione tedesca della legge, l'espressione *zu beachten* relativa all'evoluzione congiunturale e prevista sia nell'avamprogetto del gruppo di esperti sia nella proposta del Consiglio federale fu finalmente sostituita con *Rechnung tragen*, adeguandola a quelle delle versioni francese e italiana.

Oltre a precisarne il mandato di banca d'emissione, la legge doveva specificare anche i singoli compiti della Banca nazionale. Al riguardo, la vecchia legge era altrettanto incompleta e poco precisa (art. 2 cpv. 1 vLBN). L'avamprogetto del gruppo di esperti faceva una distinzione tra i compiti principali che la BNS doveva svolgere nel quadro del suo mandato di politica monetaria (approvvigionamento di liquidità del mercato monetario del franco, garanzia dell'approvvigionamento di numerario, agevolazione e garanzia del funzionamento dei sistemi di pagamento senza numerario e gestione delle riserve monetarie) e i compiti secondari e speciali (partecipazione alla cooperazione monetaria internazionale, servizi bancari per la Confederazione)¹⁰³. Nella fase successiva della procedura legislativa, il contributo della Banca nazionale alla stabilità del sistema finanziario fu riconosciuto quale ulteriore compito principale di politica monetaria¹⁰⁴.

9.6.4 *Indipendenza e obbligo di rendiconto*

L'indipendenza della Banca nazionale fu sancita per la prima volta nell'ambito dell'aggiornamento della Costituzione federale (art. 99 cpv. 2 Cost.). Anche questo enunciato doveva essere precisato a livello di legge: da una parte, l'indipendenza di un'istituzione può riferirsi solo a un mandato concreto; questa esigenza fu soddisfatta con l'attuazione del mandato della Banca nazionale nell'articolo 5 capoverso 1 LBN e con l'enumerazione dei compiti principali, secondari e speciali nei capoversi 2–4 che istituirono le premesse

101 Boll. Uff. CSt (2003), p. 299.

102 Al Consiglio degli Stati, le due proposte di minoranza furono ritirate al termine del dibattito; cfr. Boll. Uff. CSt (2003), p. 300. In Consiglio nazionale, le proposte di minoranza furono respinte con 96 voti contro 57, rispettivamente 98 contro 61 voti; cfr. Boll. Uff. CN (2003), p. 1276.

103 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), art. 5 cpv. 2, 3 e 4.

104 Messaggio (2002), art. 5 cpv. 2 lett. e.

per esplicitare l'attività della BNS; d'altra parte, la legge doveva determinare il contenuto materiale dell'indipendenza della BNS e definirne il contrappeso, ossia l'obbligo di rendiconto, le cui modalità dovevano anch'esse essere fissate a livello di legge¹⁰⁵.

Seguendo la dottrina¹⁰⁶, il gruppo di esperti evidenziò quattro aspetti caratteristici dell'indipendenza di una banca centrale, segnatamente l'indipendenza funzionale, istituzionale, finanziaria e personale¹⁰⁷. Per indipendenza funzionale si intende che la banca centrale è libera di adempiere il proprio mandato senza essere vincolata da istruzioni governative o parlamentari (art. 6 LBN). La BNS gode però di un'indipendenza funzionale solo nell'ambito del suo mandato centrale di politica monetaria, ma non nell'adempimento dei compiti secondari e speciali. L'indipendenza istituzionale si manifesta nel conferimento alla banca centrale di una propria personalità giuridica, che per la BNS si desume già dalla sua organizzazione quale società anonima fondata su una legge speciale (cfr. 10.1). L'indipendenza finanziaria comprende due elementi: da un lato, il divieto formale di concedere direttamente crediti allo Stato e, dall'altro, l'autonomia budgetaria della banca centrale. Il divieto di concedere crediti alla Confederazione è attuato nell'articolo 11 capoverso 2 LBN, mentre l'autonomia budgetaria deriva anche qui direttamente dall'organizzazione della BNS quale società anonima fondata su una legge speciale. Il quarto ed ultimo elemento dell'indipendenza della banca centrale, l'autonomia personale, è garantito dal fatto che i membri degli organi direttivi sono nominati per un periodo fisso e durante il quale possono essere destituiti solo per motivi specifici¹⁰⁸. Quest'ultimo aspetto era l'unico ad essere espressamente disciplinato dalla vecchia legge sulla Banca nazionale. Tuttavia, la norma secondo cui il Consiglio federale poteva destituire in qualsiasi momento i membri della Direzione generale «con decisione motivata» (art. 60 vLBN) era di natura discrezionale e non soddisfaceva quindi le esigenze di un'indipendenza personale. Per questo motivo, in analogia con lo statuto della Banca centrale europea (BCE)¹⁰⁹, la nuova legge stabilisce espressamente che il Consiglio federale può revocare dalle loro funzioni i membri di sua nomina del Consiglio di banca o i membri della Direzione generale e i loro supplenti che non

105 Principio dell'*accountable independence*; cfr. Lastra (1996), pp. 49 segg.

106 Cfr. Lastra (1992), pp. 482 segg.

107 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 11 seg.; Messaggio (2002), p. 5506.

108 Messaggio (2002), pp. 5424 segg.

109 Statuto BCE (1992), art. 11.4.

adempiono più «i requisiti per l'esercizio del mandato o che abbiano commesso una colpa grave» (art. 41 cpv. 3 e art. 45 cpv. 1 LBN). Va rilevato che il Consiglio federale non può revocare i membri della Direzione generale e i loro supplementi di propria iniziativa, ma solo su proposta del Consiglio di banca.

In Parlamento, il tentativo della sinistra di limitare l'indipendenza funzionale della BNS non ebbe alcun successo. La sinistra propose invano di derogare al principio della libertà d'azione per gli obiettivi di politica economica perseguiti a lungo termine dal Parlamento in materia di stabilità dei prezzi e di pieno impiego¹¹⁰. Per contro, il diritto del Consiglio federale di revocare la Direzione generale diede luogo a più lunghe discussioni. Mentre l'avamprogetto del gruppo di esperti e il disegno del Consiglio federale stesso stabilivano che questo diritto poteva essere esercitato solo «su proposta del Consiglio di banca», la Commissione del Consiglio degli Stati incaricata dell'esame preliminare propose di conferire al Consiglio di banca solo il diritto di essere sentito¹¹¹. L'accettazione di questa proposta sarebbe equivalsa a un passo indietro rispetto agli standard internazionali riconosciuti in materia di indipendenza personale, ragion per cui le due Camere si espressero infine a favore della versione proposta dal Consiglio federale.

Il corollario dell'indipendenza della BNS è il suo obbligo di rendiconto. A questo proposito il rapporto del gruppo di esperti rilevava che «attraverso l'obbligo della banca centrale di riferire regolarmente in merito alla sua politica e di rendere conto delle decisioni prese, la sua autonomia riceve la necessaria legittimazione democratica e la sua attività diventa trasparente»¹¹². La legge distingue tra obbligo di rendiconto nei confronti del Consiglio federale, nei confronti dell'Assemblea federale e nei confronti del pubblico (art. 7 cpv. 1-4 LBN). Questa concezione non fu contestata nella procedura di consultazione e nei dibattiti parlamentari. Il Consiglio degli Stati irrigidi comunque l'obbligo di rendiconto della BNS nei confronti del Parlamento, obbligandola a presentare annualmente all'Assemblea federale un resoconto formale sull'adempimento dei suoi compiti di politica monetaria (art. 7 cpv. 2 LBN). Tale resoconto completa gli incontri periodici tra la BNS e le competenti commissioni del Parlamento nel corso dei quali la Direzione generale commenta la situazione economica e il corso della politica monetaria.

110 Boll. Uff. CN (2003), p. 1276.

111 Boll. Uff. CSt (2003), pp. 308 seg.

112 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 12.

9.6.5 Strumenti negoziali della Banca nazionale

Anche la disciplina legale degli strumenti negoziali necessitava urgentemente una revisione. La vecchia legge sulla Banca nazionale elencava in modo esaustivo i generi di negozi giuridici ammessi per adempiere il mandato della BNS. Questo approccio risalente alla prima legge del 1905 mirava da un lato a evitare che la Banca nazionale entrasse in concorrenza con le banche commerciali¹¹³ e, dall'altro, ad assicurare che effettuasse solo negozi che soddisfacessero le elevate esigenze poste in termini di sicurezza e liquidità¹¹⁴. La rigida limitazione ai tipi di negozi previsti dalla legge aveva lo svantaggio che la BNS doveva affrontare costantemente faticose e dispendiose procedure legislative per potersi adeguare ai rapidi cambiamenti delle condizioni sui mercati finanziari e potere impiegare nuovi strumenti finanziari. Fu così che, nel 1971, l'autorizzazione di concludere operazioni a termine su divise, molto importanti per la politica monetaria, dovette essere introdotta mediante decreto federale urgente¹¹⁵ e solo nel 1976 fu sancita nel diritto ordinario mediante una revisione parziale dell'articolo 14 numero 3 della legge sulla Banca nazionale¹¹⁶. Con la revisione del 15 dicembre 1978¹¹⁷, il legislatore prolungò a dodici mesi la scadenza massima degli altri averi all'estero (art. 14 n. 3 vLBN) ed estese nuovamente la competenza della BNS in materia di mercato aperto (art. 14 n. 2, 2^{bis} vLBN). Nel 1978 fu infine introdotta nella legge una nuova categoria di negozio, ossia la compera e la vendita di mezzi di pagamento internazionali (art. 14 n. 14 vLBN). La revisione del 20 giugno 1997 si prefisse di offrire una maggiore flessibilità in materia di investimenti di riserve valutarie e di migliorarne la redditività, introducendo una base legale per le operazioni pronti contro termine (*repo*), per i prestiti su oro e per l'impiego di derivati nella gestione dei rischi¹¹⁸. Ma l'enumerazione tassativa degli strumenti negoziali disponibili limitava oltre modo le possibilità della BNS di reagire rapidamente in condizioni straordinarie. Sotto il regime della vecchia legge, sarebbe quindi stato necessario ricorrere al diritto d'emergenza nel caso in cui la BNS, nella sua funzione di prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*), avesse dovuto accordare liquidità aggiuntive contro garanzie diverse da quelle previste nell'articolo 14 vLBN.

113 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 34, nota 112.

114 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 34; Messaggio (2002), pp. 5547 seg.

115 RU 1971 960.

116 RU 1976 1460.

117 Messaggio (1978), pp. 749, 811.

118 RU 1997 2252; Messaggio (1997), p. 791.

La nuova legge si è allontanata radicalmente da questo elenco degli strumenti negoziali autorizzati, limitandosi a descrivere nell'articolo 9 un quadro operativo orientato ai compiti della BNS e parzialmente ispirato agli statuti della BCE¹¹⁹. Conformemente a questa disposizione la Banca nazionale può gestire conti e accettare in custodia valori patrimoniali, aprire essa stessa conti presso istituti finanziari, acquistare o vendere crediti e valori mobiliari, nonché metalli preziosi e crediti in metalli o concludere operazioni di mutuo sugli stessi; essa può emettere obbligazioni fruttifere proprie o prodotti derivati e da ultimo effettuare operazioni di credito con banche e altri operatori del mercato finanziario. La nuova legge definisce in modo funzionale anche una nozione centrale nell'ambito degli strumenti negoziali, quella delle garanzie accettate dalla banca centrale: sono ammissibili tutte le garanzie purché siano «sufficienti» (art. 9 cpv. 1 lett. e LBN). La BNS dispone in tal modo della flessibilità necessaria per poter seguire costantemente l'evoluzione dei mercati finanziari¹²⁰.

Questa definizione flessibile e funzionale ha lo svantaggio di non essere trasparente. Per chiarire l'ampio quadro in cui si muove, ma anche nel senso di una certa autodisciplina, la BNS ha perciò emanato direttive sugli strumenti della politica monetaria (del 25 marzo 2004) e sulla politica d'investimento (del 27 maggio 2004). Si tratta di una nuova categoria di atti normativi che non sono direttamente vincolanti a livello giuridico e possono essere modificati rapidamente in ogni momento. Le direttive sugli strumenti di politica monetaria illustrano le condizioni alle quali la BNS conclude le operazioni, indicano le procedure da rispettare e determinano inoltre le garanzie che la BNS accetta per le operazioni di politica monetaria. Vi sono in particolare descritti gli strumenti ordinari di politica monetaria (operazioni di finanziamento principale e operazioni di assorbimento, operazioni di *fine tuning*, facilitazioni infragiornaliere e facilitazioni per scompensi di liquidità), ma vi sono citati anche gli strumenti idonei per intervenire in situazioni straordinarie. Per la prima volta la BNS menziona in un documento ufficiale anche la possibilità di fornire un aiuto straordinario sotto forma di liquidità nella sua veste di prestatore di ultima istanza. I dettagli tecnici relativi alle diverse facilitazioni e alla composizione dei panieri *repo* figurano nell'allegato. Le direttive concernenti la politica d'investimento determinano in modo analogo il margine d'azione di cui la BNS dispone per esercitare la sua politica in

119 Statuti BCE (1992), art. 17, 18; Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 37; Messaggio (2002), pp. 5449, 5510.

120 Cfr. Klauser (2001), pp. 36 segg.

materia: fissano in particolare i principi e gli strumenti della politica d'investimento, così come la procedura da seguire in materia di investimento e di controllo dei rischi.

9.6.6 *Strumenti sovrani della Banca nazionale*

Analogamente agli strumenti negoziali, anche la disciplina degli strumenti sovrani nella legge del 1953 era irrimediabilmente superata. Secondo la vecchia legge, la Banca nazionale disponeva degli strumenti delle riserve minime (art. 16a–16f vLBN), del controllo delle emissioni (art. 16g e 16h vLBN) e del controllo dell'afflusso di fondi dall'estero (art. 16i vLBN). Dal canto suo, la legge sulle banche prevedeva due altri strumenti sovrani: in virtù dell'articolo 8 poteva essere introdotto un obbligo d'autorizzazione per le operazioni bancarie di esportazione di capitali. La facoltà della BNS di procedere alla raccolta di dati statistici presso le banche era altresì disciplinata nella legge sulle banche (art. 7 vLBN) e in disposizioni puntuali della legge sui fondi d'investimento e dell'ordinanza sulle borse¹²¹. Questa dispersione in diversi atti normativi era dovuta soprattutto al fatto che solo a partire dal 1978 era disponibile una pertinente e chiara disposizione costituzionale¹²². Prima di quella data, se voleva intervenire con mezzi non negoziali, la BNS doveva prendere provvedimenti basati sul *gentlemen's agreements* o sul diritto d'emergenza (extracostituzionale).

Il gruppo di esperti sottopose questa categoria di strumenti a un esame approfondito e giunse alla conclusione che era possibile rinunciare a tutte le competenze sovrane, ad eccezione di alcune: quella per rilevare dati statistici; quella, ancorché completamente riformulata, relativa all'obbligo di mantenere riserve minime; quella relativa a una nuova competenza in materia di vigilanza dei sistemi di pagamento importanti dal punto di vista sistemico. Rilevò inoltre che, vista la complessità e l'integrazione dei mercati finanziari, il controllo delle emissioni era inefficace e dunque superfluo quale strumento di politica monetaria¹²³. Anche i controlli dell'importazione di capitali erano ritenuti inefficaci e connessi a elevati costi per l'economia; per quanto concerne i controlli dell'esportazione di capitali non si intravedeva alcuna motivazione economica che giustificasse il loro mantenimento¹²⁴:

121 Art. 7 LBCR, art. 64, 85 LFI, art. 2 cpv. 2 OBVM-CFB.

122 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 55.

123 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 74 seg.; Messaggio (2002), pp. 5472 seg.

124 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 76–81; Messaggio (2002), pp. 5474 seg.

infatti, la BNS non aveva più utilizzato questi strumenti dall'inizio degli anni ottanta (cfr. 4.7.1)¹²⁵.

Per contro, la competenza di raccogliere dati statistici è molto importante ed è un presupposto affinché la BNS possa adempiere in modo affidabile il suo mandato di politica monetaria. La BNS raccoglie dati anche per scopi di vigilanza e per le organizzazioni internazionali. Il gruppo di esperti raggruppò così in modo sistematico nella legge le basi legali per l'attività statistica della BNS e colmò una serie di lacune (art. 14–16 LBN). Anche l'obbligo di mantenere riserve minime (art. 17, 18 LBN) fu mantenuto, ma secondo una concezione completamente diversa. Le riserve minime sono uno strumento classico della politica delle banche d'emissione che può servire a diversi scopi, segnatamente gestire il potenziale di creazione di denaro delle banche, ridurre la volatilità della domanda di denaro o dei tassi d'interesse, nonché garantire una sufficiente liquidità. La vecchia legge fissava le riserve minime come strumento attivo della politica monetaria per gestire direttamente e sovranamente la massa monetaria (art. 16a vLBN). Il gruppo di esperti giunse alla conclusione che questa concezione delle riserve minime era inefficiente e pregiudizievole. Ritenne, per contro, che esse fossero uno strumento razionale per creare una domanda minima strutturale di moneta della banca centrale da parte delle banche e ridurre in tal modo la volatilità dei tassi d'interesse¹²⁶. Sino ad allora, questa funzione era stata adempiuta dalle disposizioni sulla liquidità di cassa dell'ordinanza sulle banche, disposizioni che dovevano quindi essere abrogate (cfr. 4.6.2)¹²⁷. Quale terzo strumento sovrano, il gruppo di esperti propose di conferire alla BNS una nuova competenza per la sorveglianza dei sistemi di pagamento importanti per la stabilità del sistema finanziario.

Nell'ambito della procedura di consultazione, questo nuovo assetto degli strumenti sovrani ebbe un'accoglienza molto favorevole. Taluni enti consultati chiesero di precisare le norme sull'obbligo delle riserve minime per limitare il potere discrezionale della BNS. Anche l'estensione delle competenze della BNS in materia di raccolta di dati statistici non suscitò opposizioni di principio, ma alcuni istituti finanziari richiamarono l'attenzione sui costi connessi. Le proposte relative alla sorveglianza dei sistemi di pagamento furono accolte favorevolmente; la Commissione federale delle banche (CFB) e l'Associazione svizzera dei banchieri chiesero di estenderle anche ai sistemi di conteggio e liquidazione delle operazioni su titoli. Un gruppo di lavoro

125 BNS (1982), pp. 159 segg.

126 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 68, 72 segg.; Messaggio (2002), pp. 5468, 5527 seg.

127 Cfr. Klauser (2001), pp. 40 segg.

comune della BNS e della CFB rielaborò in seguito le disposizioni dell'avamprogetto relative alla sorveglianza e sottopose pertinenti proposte al Dipartimento federale delle finanze che le integrò poi nel disegno di legge del Consiglio federale (cfr. 7.5.4)¹²⁸.

Nell'ambito dei dibattiti parlamentari sul disegno del Consiglio federale questa materia prevalentemente tecnica suscitò poco interesse. La questione del riconoscimento degli averi in conto corrente postale come riserve minime fu sorprendentemente uno dei punti più controversi. Il gruppo di esperti aveva escluso questi averi dalle riserve minime, poiché la loro inclusione non era compatibile con la nuova concezione. La Posta temeva pertanto una fuga di averi bancari e una perdita di introiti. Su proposta della maggioranza della Commissione incaricata dell'esame preliminare, il Consiglio degli Stati decise in seguito di includere nelle riserve minime gli averi in conto corrente postale. Pur ammettendo che questi averi fossero un corpo estraneo nella legislazione sulla banca centrale, la Camera alta valutò che il rischio di perdita di introiti e gli interessi del servizio pubblico fossero più importanti di una definizione delle riserve minime conforme agli obiettivi¹²⁹. Per contro, il Consiglio nazionale rinunciò a includere tali averi nelle riserve minime. Nelle deliberazioni successive, le due Camere si attennero alla loro versione rispettiva e la divergenza fu eliminata solo il giorno del voto finale da una conferenza di conciliazione, in seguito alla quale il Consiglio degli Stati si allineò alla decisione del Consiglio nazionale abbandonando la sua proposta contraria alla concezione prevista.

La nuova LBN conferisce alla Banca nazionale la competenza di emanare mediante ordinanza le disposizioni esecutive per la raccolta di dati statistici, il calcolo delle riserve minime e la sorveglianza sui sistemi di pagamento e di gestione delle operazioni su titoli (art. 15 cpv. 3, 17 cpv. 2, 18 cpv. 1 nonché art. 20 cpv. 3 LBN). La competenza di emanare ordinanze spetta alla Direzione generale; tale attribuzione è in sintonia con l'indipendenza funzionale della BNS (art. 6 LBN).

9.6.7 *Determinazione e distribuzione dell'utile*

La legge sulla Banca nazionale del 1953 disciplinava in modo esaustivo la distribuzione dell'utile (art. 27 vLBN; art. 39 cpv. 4 vCost.), ma non prevedeva disposizioni per la sua determinazione. Il motivo risiedeva semplicemente nel fatto che la BNS aveva limitate possibilità di conseguire utili con il

¹²⁸ Messaggio (2002), art. 19–21; cfr. Kuhn (2004), pp. 89 segg.

¹²⁹ Boll. Uff. CSt (2003), pp. 301 segg.

sistema della parità di cambio aurea (*gold exchange standard*, cfr. 8.1.4). Con la soppressione del vincolo del franco all'oro, le riserve monetarie assunsero maggiore importanza come elemento atto a creare fiducia, ragion per cui la nuova costituzione federale obbliga la Banca nazionale a formare sufficienti riserve monetarie attingendo ai suoi proventi (art. 99 cpv. 3 Cost.). L'utile che la Banca può distribuire dipende direttamente dall'ammontare degli accantonamenti costituiti per aumentare le riserve monetarie. Le competenze e le modalità relative alla determinazione dell'ammontare delle riserve monetarie sono quindi d'importanza capitale.

Il gruppo di esperti propose di conferire queste competenze alla Direzione generale¹³⁰. Per limitarne il margine di manovra, gli esperti suggerirono che nel determinare le riserve monetarie necessarie alla conduzione della politica monetaria la Direzione generale dovesse tenere conto della crescita dell'economia svizzera. Nella procedura di consultazione, i Cantoni proposero di sottoporre la decisione della BNS all'approvazione di un comitato indipendente composto di rappresentanti della BNS, del Consiglio federale e dei Cantoni. Di contro, il PLR, l'UDC e l'Associazione dei banchieri svizzeri misero in guardia da una politicizzazione del processo di determinazione dell'utile. Nel suo messaggio, anche il Consiglio federale difese il punto di vista secondo cui l'approvazione del volume delle riserve monetarie da parte di un organismo politico non era auspicabile e avrebbe limitato in modo inaccettabile l'indipendenza della Banca nazionale¹³¹. Per tener conto dei timori dei Cantoni, propose di conferire al Consiglio di banca, e non alla Direzione generale, la competenza di fissare il volume degli accantonamenti (e indirettamente delle riserve monetarie)¹³². La Direzione generale avrebbe dovuto invece continuare a stabilire la composizione delle riserve monetarie, composizione che talvolta deve poter essere modificata rapidamente in funzione dei bisogni della politica monetaria e dell'evoluzione del mercato¹³³. Il Consiglio federale propose inoltre di riformulare in modo più vincolante l'obbligo del Consiglio di banca, previsto all'articolo 30 capoverso 1 LBN, di considerare l'evoluzione dell'economia svizzera allorquando determina il livello delle riserve monetarie (sostituzione del verbo «si fonda» con «si orienta»)¹³⁴.

Mentre il Consiglio degli Stati si allineò senza grandi discussioni alla proposta del Consiglio federale, la questione fu oggetto di accesi dibattiti in

130 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), art. 27 cpv. 1, art. 43 cpv. 2.

131 Messaggio (2002), p. 5551.

132 Messaggio (2002), art. 42 cpv. 2 lett. d.

133 Messaggio (2002), art. 46 cpv. 2 lett. b.

134 Messaggio (2002), art. 30 cpv. 1.

Consiglio nazionale. Una minoranza chiese di obbligare la BNS a consultare periodicamente il Consiglio federale per la determinazione del volume delle riserve monetarie¹³⁵, argomentando che lo stesso non poteva essere fissato scientificamente, ma piuttosto secondo criteri politici. Altri proposero di costituire un fondo di distribuzione, in cui sarebbero confluiti gli utili da distribuire e che sarebbe stato amministrato congiuntamente da Confederazione e Cantoni¹³⁶. Entrambe le proposte non ebbero successo e furono respinte rispettivamente con 103 voti contro 60 e 91 contro 55; di conseguenza, il diritto della BNS di fissare autonomamente il volume delle riserve monetarie necessarie per la politica monetaria, e indirettamente di decidere sull'utile da distribuire, rimase intatto.

9.6.8 *Organizzazione e disposizioni di diritto societario*

L'ultimo elemento importante della riforma concerneva l'organizzazione della Banca nazionale. La legge del 1953, che non aveva introdotto modifiche fondamentali riguardo all'ordinamento del 1905, prevedeva ben sette organi: l'Assemblea generale, il Consiglio della banca, il Comitato della banca, la Direzione generale, la Commissione di revisione, i comitati locali e le direzioni locali. Queste strutture apparivano pesanti e impedivano a volte la presa di decisioni rapide. Vi erano inoltre discrepanze palesi fra ordinamento giuridico e realtà, in particolare nelle funzioni di vigilanza attribuite al Consiglio e al Comitato della banca, nello statuto organico delle direzioni delle succursali e dei comitati locali come pure nei requisiti professionali previsti per la commissione di revisione.

Il gruppo di esperti propose quindi di ridurre l'organizzazione a quattro organi, ossia l'Assemblea generale, il Consiglio di banca, la Direzione generale e l'organo di revisione¹³⁷. Nel contempo, il Consiglio di banca doveva essere ridotto a 15 membri affinché potesse meglio assumere le sue responsabilità in materia di vigilanza, di organizzazione e di gestione finanziaria. Di conseguenza si dovevano inasprire le condizioni di eleggibilità dei membri del Consiglio di banca. Da ultimo, gli esperti proposero di sostituire la Commissione di revisione con un apposito organo costituito esclusivamente di specialisti. Le direzioni locali e i comitati locali, che in origine avevano la funzione di assicurare l'approvvigionamento di denaro conformemente ai bisogni e alle particolarità locali, erano divenuti superflui quali organi indipendenti.

135 Boll. Uff. CN (2003), p. 1281.

136 Boll. Uff. CN (2003), pp. 1286 seg.

137 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 31.

Nel complesso, queste proposte si prefiggevano di snellire e professionalizzare l'organizzazione della BNS (cfr. 10.2).

In fase di consultazione, queste proposte raccolsero ampi consensi. La BNS propose tuttavia di andare oltre riducendo a 11 il numero dei membri del Consiglio di banca. Nel suo parere, sottolineò che un gruppo di dimensioni ridotte accresce la responsabilità dei singoli membri nel processo decisionale, ne favorisce l'identificazione con la funzione e rafforza l'efficienza del lavoro di gruppo. Questa proposta, ripresa dal Consiglio federale¹³⁸, istituì le condizioni necessarie per fare del Consiglio di banca un organo di vigilanza efficiente, la cui efficacia fu ulteriormente migliorata dall'istituzione di comitati specializzati (comitato di verifica, comitato dei rischi, comitato di remunerazione, comitato di nomina).

In Parlamento, il dibattito si incentrò soprattutto sulla competenza per la scelta dei candidati in caso di vacanza in seno alla Direzione generale. Mentre l'avamprogetto del gruppo di esperti e il disegno del Consiglio federale prevedevano che il Consiglio di banca, conformemente alla prassi vigente, potesse presentare proprie candidature, la Commissione del Consiglio degli Stati incaricata dell'esame preliminare volle trasformare questa facoltà in un semplice diritto di essere sentiti e attribuire in tal modo al Consiglio federale la conduzione della procedura di nomina. La Commissione intendeva sottolineare che la Direzione generale della BNS svolge compiti pubblici estremamente importanti e per questo motivo il Governo non doveva essere limitato nella sua scelta dal diritto del Consiglio di banca di presentare proposte in merito. La Camera alta accolse la proposta con 18 voti contro 13¹³⁹. Il Consiglio nazionale si attenne invece alla versione del Consiglio federale approvando l'ordinamento esistente. Il Consiglio degli Stati si allineò a questa posizione nell'ambito della procedura di appianamento delle divergenze¹⁴⁰.

Analogamente agli strumenti negoziali e sovrani, i dettagli dell'organizzazione della BNS furono fissati in un atto normativo subordinato. Si tratta del regolamento di organizzazione che viene emanato dal Consiglio di banca e deve essere approvato dal Consiglio federale (art. 42 cpv. 2 lett. a LNB). Il regolamento stabilisce in particolare le strutture interne della Banca nazionale, disciplina lo svolgimento dell'Assemblea generale e regola i compiti e l'attività del Consiglio di banca, della Direzione generale e della Direzione generale allargata (art. 1). È completato dai regolamenti dei quattro comitati del Consiglio di banca.

138 *Messaggio* (2002), p. 5561.

139 *Boll. Uff. CSt* (2003), pp. 308 segg.

140 *Boll. Uff. CN* (2003), pp. 1290 seg.; *Boll. Uff. CSt* (2003), p. 790.

9.6.9 *Valutazione*

Con l'entrata in vigore della nuova legge sulla Banca nazionale, il 1° maggio 2004, si concluse un esaustivo programma di modernizzazione delle basi giuridiche della Banca nazionale. Dal profilo formale e materiale, la nuova legge è conforme alle esigenze di un moderno statuto di banca centrale. Attribuisce alla BNS un mandato chiaro, determina la sua indipendenza e la dota di moderni strumenti per adempiere i suoi compiti. La disciplina delle competenze in materia di determinazione del volume delle riserve monetarie tutela la BNS dalle pressioni e dagli appetiti finanziari del mondo politico. Grazie a questa razionalizzazione, l'organizzazione della BNS soddisfa di nuovo le moderne esigenze in materia di governo d'impresa.

Va rilevato in particolare come le proposte formulate dal gruppo di esperti e dal Consiglio federale siano riuscite ad imporsi nel corso del processo di riforma. I dibattiti parlamentari furono segnati da tentativi volti a estendere, perlomeno puntualmente, il controllo politico sulla banca centrale, ma, ad eccezione dell'obbligo formale di rendere conto all'Assemblea federale, questi tentativi furono vani. La modernizzazione della legge sulla Banca nazionale fu altresì risparmiata dalle polemiche e dalle rivalità politiche riguardo all'utilizzazione delle riserve auree non più necessarie. Questo fatto può essere spiegato dalle condizioni monetarie vigenti in quel periodo (basso livello dei tassi d'interesse, relativa stabilità del corso del franco) che resero forse più indulgenti taluni parlamentari.

Fonti

Avamprogetto (1995) di nuova Costituzione federale, testi per la procedura di consultazione del 26 giugno, estratto, Cancelleria federale, Berna, archivio BNS.

BNS, 93° *Rapporto di gestione 2000*, biblioteca BNS, Zurigo.

BNS, verbale della Direzione generale (diversi anni), archivio BNS.

BNS, verbale dell'Assemblea generale (2006), verbale della 98ª Assemblea generale ordinaria degli azionisti della BNS del 28 aprile, archivio BNS.

Boll. Uff., Bollettino ufficiale dell'Assemblea federale (vari anni).

FF, Foglio federale (vari anni).

Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1997), *Nouvel article constitutionnel sur la monnaie*, rapporto, 24 ottobre, Berna, biblioteca BNS, Zurigo.

Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (1998), *Rapport explicatif concernant une loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP)*, 3 novembre, Berna, biblioteca BNS, Zurigo.

Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), *Nouvelle loi sur la Banque nationale*, rapporto e progetto, 16 marzo per la procedura di consultazione, [Berna], biblioteca BNS, Zurigo.

Messaggio (1948) del Consiglio federale all'Assemblea federale concernente la revisione dell'articolo 39 della Costituzione federale relativo alla Banca nazionale del 5 novembre 1948, FF 1948 I 1101.

Messaggio (1978) a sostegno di una revisione della legge sulla Banca nazionale del 27 febbraio 1978, FF 1978 I 749.

Messaggio (1996) concernente la revisione della Costituzione federale del 20 novembre 1996, FF 1997 I 1.

Messaggio (1997) concernente la revisione della legge sulla Banca nazionale del 17 marzo 1997, FF 1997 II 791.

Messaggio (1998) concernente un nuovo articolo costituzionale sulla moneta del 27 maggio 1998, FF 1998 3135.

Messaggio (1999) concernente una legge federale sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento (LUMP) del 26 maggio 1999, FF 1999 6201.

Messaggio (2000) concernente l'utilizzazione delle riserve di oro e una legge federale sulla Fondazione Svizzera solidale del 17 maggio 2000, FF 2000 3455.

Messaggio (2001) concernente l'iniziativa popolare «per destinare le riserve d'oro eccedentarie della Banca nazionale svizzera al Fondo AVS (Iniziativa sull'oro)» del 28 febbraio, FF 2001 1221.

Messaggio (2002) concernente la revisione della legge sulla Banca nazionale del 26 giugno, FF 2002 5413.

Messaggio (2003) concernente l'utilizzazione delle 1300 tonnellate di oro della Banca nazionale e l'iniziativa popolare «Utili della Banca nazionale per l'AVS» del 20 agosto 2003, FF 2003 5340.

RU, Raccolta ufficiale delle leggi federali (vari anni).

Statuto BCE (1992): Protocollo sullo statuto del Sistema europeo delle banche centrali e della Banca centrale europea, allegato al trattato che istituisce la Comunità europea del 7 febbraio 1992, <http://www.europa.eu.int/eur-lex/it/treaties/selected/livre324.html>.

Bibliografia

- Alesina, A. e L. Summers (1993), Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal for Money, Credit and Banking*, 25 (2), pp. 151–162.
- BNS (1957), *Banca nazionale svizzera 1907–1957*, [Zurigo, BNS].
- BNS (1982), *75 anni Banca nazionale svizzera. Gli anni dal 1957 al 1982*, Bellinzona, Edizioni Casagrande SA.
- Buomberger, P. (1997), Sind Währungsreserven unantastbar? Was die Nationalbank braucht – und was sie abgeben kann, *Neue Zürcher Zeitung* n. 176, 2 agosto, p. 23.
- Giovanoli, M. (1993), Bargeld, Buchgeld, Zentralbankgeld: Einheit oder Vielfalt im Geldbegriff?. In B. Gehrig e I. Schwander (a cura di), *Banken und Bankrecht im Wandel*, Festschrift für Beat Kleiner, Zurigo, Schulthess, pp. 87–124.
- Giovanoli, M. (1997), Vers l'abolition du principe constitutionnel de la stabilité monétaire?. In B. Knapp e X. Oberson (a cura di), *Problèmes actuels de droit économique, mélanges en l'honneur du Professeur Charles-André Junod*, Basilea, Helbing&Lichtenhahn, pp. 111–133.
- Gold, J. (1982), Developments in the International Monetary System, the International Monetary Fund and International Monetary Law since 1971, *Recueil des cours de l'académie de droit international de la Haye*, 174 (1), Dordrecht, Nijhoff, pp. 111–365.
- Heise, A. (1992), *Geldpolitik im Disput, Konjunkturpolitik*, 38 (4), pp. 175–194.
- Hildebrand, P. M. e T. J. Jordan (2005), Eine Transaktion von historischem Ausmass, Details zur Ausschüttung der Golderlöse der Nationalbank, *Neue Zürcher Zeitung* n. 82, 9 aprile, p. 29.
- Junod, C.-A. (1988), Kommentar zu Art. 38/39 BV. In J. F. Aubert, K. Eichenberger, J. P. Müller, R. A. Rhinow e D. Schindler (a cura di), *Kommentar zur Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 29. Mai 1874*, Basilea [ecc.], Helbing&Lichtenhahn [ecc.], pp. 1–31.
- Klauser, P. (1997a), Geld und Gold: Zur Reform der schweizerischen Währungsverfassung. In P. Nobel (a cura di), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 5, Berna, Stämpfli, pp. 15–40.
- Klauser, P. (1997b), Wie sichert der Staat die Geldwertstabilität?, Gedanken zur Reform der Geldverfassung. In B. Knapp e X. Oberson (a cura di), *Problèmes actuels de droit économique, mélanges en l'honneur du Professeur Charles-André Junod*, Basilea, Helbing&Lichtenhahn, pp. 185–211.
- Klauser, P. (2000), Das neue Währungs- und Zahlungsmittelgesetz (WZG). In P. Nobel (a cura di), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 8, Berna, Stämpfli, pp. 15–34.
- Klauser, P. (2001), Der Expertenentwurf zur Totalrevision des Nationalbankgesetzes – Erneuerte Zentralbankinstrumente. In P. Nobel (a cura di), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 10, Berna, Stämpfli, pp. 21–55.
- Kuhn, H. (2004), Die Systemüberwachung im Rahmen der Revision des Nationalbankgesetzes. In P. Nobel (a cura di), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 11, Berna, Stämpfli, pp. 89–104.
- Lastra, R. M. (1992), The Independence of the European System of Central Banks, *Harvard International Law Journal*, 33 (2), pp. 475–519.
- Lastra, R. M. (1996), *Central Banking and Banking Regulation*, London, Financial Markets Group, London School of Economics and political Science.

- Lusser, M. (1996), Auf dem Weg zu einer neuen schweizerischen Geldverfassung – Preisstabilität und Unabhängigkeit: die Anker der Notenbank, *Monnaie et conjoncture*, bollettino trimestrale della BNS, 14 (2), pp. 155–162.
- NZZ (2006a), di [K. Fontana], Eidgenössische Abstimmung vom 24. September 2006: Breit abgestützte Kampfansage, *Neue Zürcher Zeitung* n. 124, 31 maggio, p. 13.
- NZZ (2006b), Die KOSA-Initiative schürt gefährliche Illusionen, Ein Gespräch mit Nationalbankpräsident Jean-Pierre Roth, *Neue Zürcher Zeitung* n. 203, 2/3 settembre, p. 29.
- Richli, P. (1988), Zur internationalen Verflechtung der schweizerischen Währungsordnung, *Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins (ZBJV) 124^{bis}*, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1988, Berna, Stämpfli, pp. 339–362.
- Roth, J.-P. (2006), conferenza stampa del 16 giugno, note introduttive, Zurigo, biblioteca BNS, Zurigo.
- Schar-Schuppisser, M. (1989), *Standardwerteinheit, Währung, Geld*; Ginevra, Grammata.
- Schürmann, L. (1980), *Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse: Kommentar und Textausgabe*, Berna, Stämpfli.
- Strahm, R. (1997), Die Solidaritätsstiftung wird zu einer Totgeburt, *Servizio stampa del PSS*, 26 settembre.
- Ungern-Sternberg, T. von (1996), The Swiss National Bank and Seignorage, *DEEP Working Papers*, 9601, Losanna, Università, Département d'économétrie et d'économie politique.

10 La Banca nazionale svizzera come azienda

10.1 La BNS come società anonima costituita secondo norme speciali del diritto federale

DANIEL HÜBSCHER E HANS KUHN

10.1.1 Introduzione

Originariamente l'attività di emissione delle banconote veniva svolta da banche private secondo le norme del diritto privato. Molti istituti di emissione fondati nel diciottesimo e ventesimo secolo erano di proprietà privata oppure operavano parallelamente come banche commerciali¹. È solo nella seconda metà del diciannovesimo secolo che si assiste alla loro trasformazione in istituzioni con crescenti funzioni pubbliche, il cui scopo primario non era più la massimizzazione del profitto e che quindi tendevano ad esporsi sempre meno alla concorrenza con altre banche². Questa fase del processo di trasformazione in istituzioni pubbliche si concluse nel corso del ventesimo secolo con la nazionalizzazione di diverse banche centrali³.

La combinazione di elementi propri di un'istituzione statale e di una banca privata contraddistingue anche la BNS. Non solo la Banca nazionale presenta la struttura di una società anonima, costituita secondo speciali norme del diritto federale, con una rilevante partecipazione di azionisti privati, ma il legislatore del 1905 autorizzava anche la Banca a compiere talune operazioni direttamente con il pubblico, assegnandole inoltre il compito di fornire servizi bancari alla Confederazione. L'organizzazione fortemente decentrata della BNS doveva dunque facilitare la gestione dei pagamenti per conto della Confederazione e il regolamento degli effetti cambiari che all'epoca della fondazione della Banca rappresentavano ancora il principale strumento di politica monetaria (cfr. 1.3). La ramificazione regionale della nuova banca centrale con organi gestionali e di controllo distribuiti su tutto il territorio appariva più importante, anche in considerazione delle istanze federalistiche, di una netta separazione funzionale degli organi. Tutte queste caratteristiche, che rispecchiavano ancora la realtà esistente sul finire del diciannovesimo secolo, sono rimaste praticamente immutate per molti decenni.

1 Cfr. Goodhart (1988), pp. 9 segg.; Goodhart, Capie e Schnadt (1994), pp. 4 segg.

2 Cfr. Goodhart (1988), p. 9.

3 Cfr. Goodhart, Capie e Schnadt (1994), p. 23.

Solo negli ultimi venticinque anni questi aspetti peculiari sono stati messi progressivamente in discussione. Mentre lo status giuridico della BNS come società anonima di diritto speciale è stato recepito senza modifiche nella nuova legge sulla Banca nazionale (LBN), le competenze dei vari organi di gestione e di controllo sono state riesaminate e razionalizzate alla luce del dibattito sulla *corporate governance* (cfr. 10.2). Già in precedenza, la Direzione generale aveva cominciato a centralizzare le attività della Banca (cfr. 10.3), ponendo fine alle operazioni dirette con il pubblico e riorganizzando in seguito le relazioni bancarie con la Confederazione (cfr. 10.4).

10.1.2 *Forma mista di istituzione statale e banca privata*

Negli anni successivi all'introduzione dell'articolo costituzionale sulla banca centrale nella costituzione del 1891, la forma giuridica da conferire alla futura banca di emissione svizzera fu oggetto di aspre controversie che finirono con il ritardare notevolmente la creazione della Banca nazionale. Una prima proposta del Consiglio federale basata sull'istituzione di una banca integralmente statale fu respinta nella votazione popolare del 28 febbraio 1897. Un secondo progetto del 24 marzo 1899, che prevedeva la creazione di una banca di emissione privata sotto sorveglianza statale, naufragò nell'estate 1901 già in sede parlamentare a causa del mancato accordo tra il Consiglio nazionale e il Consiglio degli Stati sulla sede della futura banca centrale. Fu solo con una terza variante, in cui erano accomunati elementi di diritto privato e di diritto pubblico, che si giunse, il 6 ottobre 1905, all'approvazione della legge sulla Banca nazionale e all'istituzione della BNS nella forma di una società anonima regolata da norme speciali e amministrata con il concorso e sotto la sorveglianza della Confederazione⁴. Il capitale sociale di 50 milioni di franchi era riservato per due quinti ai Cantoni in rapporto alla loro popolazione residente e per un quinto ai precedenti istituti di emissione in rapporto alla consistenza di banconote emesse. I restanti due quinti furono offerti in pubblica sottoscrizione. Il successo dell'operazione è testimoniato dal volume delle sottoscrizioni che superarono di oltre tre volte il capitale destinato ai privati⁵. Poco dopo l'inizio della sua attività la BNS contava dunque tra i suoi azionisti, oltre a 23 Cantoni e Semicantoni e 33 banche cantonali e di emissione, più di 10 000 privati. La Confederazione era invece esclusa dall'azionariato. Data l'ampia diffusione dei titoli tra il pubblico, era naturale che le azioni della BNS venissero quotate in borsa. Già nel

4 BNS (1932), pp. 11-13.

5 BNS (1932), p. 44.

1907 ebbero inizio le negoziazioni in titoli BNS alle borse di Basilea, Berna, Ginevra, Neuchâtel e Zurigo.

Lo status giuridico della BNS presenta dunque il duplice carattere di banca privata e banca statale⁶. Ciò vale in particolare per la posizione giuridica degli azionisti che si differenzia sostanzialmente da quella di altre società quotate in borsa. Nondimeno, nel primo secolo di esistenza della BNS la sua struttura di società anonima di diritto speciale, con azionisti sia pubblici che privati e con titoli quotati in borsa, ha dato risultati prevalentemente positivi. Dopo essere stata sottoposta a un riesame approfondito, essa è stata pertanto confermata nel quadro della revisione totale della legge sulla Banca nazionale conclusa nel 2003. Dopo un'attenta verifica, anche la possibilità di escludere gli azionisti privati è stata bocciata.

10.1.3 La particolare posizione giuridica degli azionisti della Banca nazionale

Se si considerano le controversie sulla struttura della banca centrale svizzera, trascinate per anni, non sorprende che la soluzione tradotta poi in legge rechi tutti i tratti di un compromesso politico⁷. La BNS è stata dunque costituita come società anonima a disciplina speciale; la legge sulla Banca nazionale assolve la funzione di statuto aziendale, fissando in particolare la denominazione, le sedi, lo scopo sociale e l'organizzazione interna della Banca. Se non diversamente specificato dalla LBN, si applicano le norme del Codice delle obbligazioni (CO) relative alla società anonima (art. 2 LBN). L'assetto esterno improntato a elementi di diritto privato non impedisce alla BNS di assolvere funzioni pubbliche per conto della Confederazione in qualità di banca centrale della Svizzera. La natura pubblica del suo scopo sociale si riflette nell'organizzazione interna della Banca⁸.

Questa combinazione di elementi privati e pubblici implica che i diritti patrimoniali e di partecipazione degli azionisti siano strettamente delimitati. I primi si riducono al diritto di percepire un dividendo che la legge fissa a un massimo del sei per cento del capitale azionario (art. 31 cpv. 1 LBN). Sebbene la legge non ponga limiti al diritto di sottoscrizione degli azionisti nel caso di un aumento di capitale (art. 2 LBN e art. 652b CO), questa possibilità è di fatto puramente teorica poiché ormai da tempo il capitale azionario della BNS non svolge più alcun ruolo. Anche nell'eventualità di una liquidazione della Banca, che dovrebbe essere disposta e disciplinata in base a una legge

6 Message (1904), p. 435.

7 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001) pp. 15 seg.

8 BNS (1957), p. 325.

federale (art. 32 cpv. 1 LBN), gli azionisti non parteciperebbero all'intero valore di liquidazione, bensì è loro riconosciuto per legge solo il diritto a ricevere il valore nominale delle loro azioni, nonché un «congruo interesse» per il periodo dall'entrata in vigore della decisione di scioglimento (art. 32 cpv. 2 LBN). La legge specifica espressamente che il restante patrimonio viene attribuito alla nuova banca centrale e che gli azionisti non hanno ulteriori diritti sul patrimonio della BNS.

Specularmente al rafforzato ruolo della Confederazione, quale risulta dai suoi diritti di collaborazione e di vigilanza iscritti nella Costituzione (art. 99 cpv. 2 Cost.), la LBN restringe la partecipazione degli azionisti e le competenze dell'Assemblea generale: il diritto di voto degli azionisti privati è limitato per legge (art. 26 cpv. 1 e 2 LBN); inoltre l'Assemblea generale nomina solo una minoranza dei membri del Consiglio di banca, nonché l'organo di revisione, e approva il rapporto annuale di gestione e il consuntivo annuale, ma solo dopo che i due documenti hanno ottenuto il benestare del Consiglio federale (art. 36 lett. c LBN). Anche il potere di decisione in merito all'impiego dell'utile di bilancio (art. 36 lett. d LBN) non è di sostanziale rilevanza, dato che la legge regola in via definitiva la sua distribuzione (art. 31 cpv. 2 e 3 LBN).

A causa della limitazione dei diritti patrimoniali e di partecipazione degli azionisti, sotto il profilo puramente economico l'azione BNS è assimilabile più a un'obbligazione perpetua che non a un titolo di capitale. Poiché il dividendo non dipende dall'andamento aziendale atteso, ma è fissato per legge – e quindi simile a una cedola obbligazionaria – il corso del titolo BNS dovrebbe comportarsi come quello di un'obbligazione, ossia aumentare/perdere di valore in previsione di un calo/rialzo dei tassi di interesse. La performance futura della BNS non dovrebbe influire in alcun modo sulle aspettative di prezzo delle sue azioni, anche perché un'insolvenza della BNS, titolare del monopolio dell'emissione, è tecnicamente impossibile. Ciò nonostante, negli anni novanta le azioni BNS furono oggetto di forti pressioni speculative: dopo aver oscillato per molti anni tra i 450 e i 700 franchi, nel 1997 esse salirono fino a toccare la soglia di 2645 franchi⁹. Questa ascesa era stata innescata dall'aspettativa, alimentata dai mezzi di comunicazione, che gli azionisti avrebbero partecipato in una qualche forma alle plusvalenze contabili derivanti dalla rivalutazione delle riserve auree, nonostante il dettato di per sé chiaro della vecchia legge sulla Banca nazionale (art. 68 cpv. 1 vLBN; art. 32 cpv. 2 LBN). Svanita questa speranza, nel

9 Con la revisione della legge sulla Banca nazionale del 2003, il capitale azionario è stato ridotto a 25 milioni di franchi, rinunciando alle quote di capitale sociale non versato (cfr. art. 57 cpv. 1 LBN). Di conseguenza, dal prezzo delle azioni prima dell'entrata in vigore della LBN andava dedotto l'importo di 250 franchi.

2000 le quotazioni ridiscesero a una media di 750 franchi, ma tornarono a impennarsi l'anno successivo, quando superarono a tratti i 1000 franchi.

Malgrado queste anomalie del titolo BNS, per decenni la composizione dell'azionariato della Banca è rimasta alquanto stabile. I Cantoni mantengono sin dalla fondazione della BNS una quota del 39% del capitale azionario. Il numero delle banche cantonali e di emissione che detengono azioni BNS, inizialmente pari a 33, è sceso oggi a 24, e la loro partecipazione al capitale è passata dal 16,7% al 14,5%. Solo dal 1952 sono entrati a far parte dell'azionariato della BNS altri enti di diritto pubblico, prevalentemente rappresentati da città e Comuni, nonché fondazioni, fondi di investimento, compagnie di assicurazione e casse pensioni. Il loro numero è variato tra 30 e 58, e la loro quota di capitale aveva superato il 6% nel 1990 per poi ridiscendere all'1%. Gli azionisti privati, da oltre 10000 subito dopo l'inizio dell'attività, sono calati a poco più di 2000 a fine 2006. Sebbene il numero medio di titoli per azionista privato sia salito da 4 a 14, la loro quota sul capitale è diminuita dal 45% a circa il 32%. Fra gli azionisti privati figuravano dagli inizi degli anni novanta anche detentori esteri, la cui partecipazione al capitale ammontava a circa il 6%. Il restante 14% circa di azioni è costituito da titoli sospesi, ossia azioni per le quali sono ancora pendenti o mancanti le richieste di registrazione.

10.1.4 *Riesame e conferma della forma giuridica*

Sulla scelta dell'assetto della costituenda Banca nazionale nella forma di società anonima di diritto speciale avevano pesato considerazioni sia pragmatiche che concettuali. Preponderante era in ogni caso il convincimento che l'organizzazione della banca centrale secondo norme di diritto privato avrebbe salvaguardato l'indipendenza della sua politica monetaria e valutaria. Nel 1890 il Consiglio federale affermava che quando si tratta della soluzione di compiti puramente economici, gli influssi politici non possono che essere nocivi ed è probabile che questi riescano ad avere la meglio su una banca statale¹⁰. Oltre a ciò, si confidava che, in caso di occupazione della Svizzera, il patrimonio di una banca centrale regolata dalle norme di diritto privato sarebbe stato protetto dal diritto internazionale in quanto proprietà privata, mentre il patrimonio di una banca puramente statale poteva essere confiscato come bottino di guerra¹¹. Dal punto di vista pratico, il principale argomento a favore dell'istituzione della BNS nella forma giuridica di società anonima era costituito dalla possibilità di regolare in modo semplice gli interessi finanziari

¹⁰ Message (1890), p. 11.

¹¹ Message (1894), pp. 128 segg.; Message (1890), p. 12.

dei Cantoni e dei precedenti istituti di emissione, offrendo loro una partecipazione al capitale della banca centrale. Da ultimo, istituendo una società anonima, la Confederazione poteva escludere eventuali rischi di perdite¹².

Alla fine del ventesimo secolo gran parte di queste considerazioni era ormai inattuale. Pertanto, il gruppo di esperti incaricato della revisione totale della legge sulla Banca nazionale esaminò anche la forma giuridica della BNS in quanto società anonima di diritto speciale. Nel suo rapporto del 16 marzo 2001 giunse alla conclusione che la struttura di diritto azionario costituiva un elemento di importanza primaria per la tutela dell'indipendenza della banca centrale e si era rivelata sostanzialmente efficace¹³. Nella procedura di consultazione sulla revisione della legge il mantenimento della sperimentata struttura societaria incontrò vasto consenso. Soltanto l'Unione sindacale svizzera avrebbe auspicato una trasformazione della BNS in soggetto di diritto pubblico, sostenendo che la forma giuridica di società anonima non era necessaria né dal punto di vista economico né da quello politico. Nel suo messaggio del 26 giugno 2002 il Consiglio federale riconobbe che l'indipendenza della BNS sul piano funzionale, finanziario, istituzionale e organico avrebbe potuto essere assicurata anche con la struttura di istituto di diritto pubblico¹⁴. Tuttavia, la misura in cui un istituto di diritto pubblico gode effettivamente di indipendenza, ovvero di libertà decisionale, dipende dall'effettiva base giuridica ad essa sottostante, e sotto questo aspetto ogni istituto può essere organizzato in modo diverso. La struttura organizzativa prevista dal diritto azionario presenta il vantaggio di consentire la definizione di procedure decisionali proprie per questioni inerenti all'amministrazione e alla Direzione generale. Ogni facoltà di collaborazione da parte di un'autorità esterna è intesa come un'eccezione a questa regola e richiede un'esplicita regolamentazione della legge, che deve essere motivata di conseguenza. Il Consiglio federale riteneva inoltre che «la struttura di diritto azionario dispiegasse il proprio effetto come materializzazione dell'autonomia istituzionale e che questa forma giuridica fosse la più idonea a garantire decisioni indipendenti e a tutelare il patrimonio della banca centrale da un suo impiego da parte dello Stato per scopi estranei ai compiti di una banca centrale»¹⁵. In sede di dibattito parlamentare la questione della forma giuridica fu discussa solo nel Consiglio degli Stati. Un deputato chiese quali fossero le ragioni per cui la nuova legge preservasse la vecchia struttura giuridica, sebbene la BNS fosse piuttosto assimilabile a un'istituzione di diritto pubblico. Il

12 Message (1890), p. 12.

13 Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 15.

14 Messaggio (2002), p. 5441.

15 Messaggio (2002), p. 5442.

consigliere federale Kaspar Villiger rispose che quello status giuridico accentuava l'indipendenza istituzionale e finanziaria della BNS e che, inoltre, gli azionisti privati potevano pur sempre costituire un mezzo, per quanto modesto, per stabilire un più stretto legame tra questa istituzione e il pubblico. Avera però aggiunto che era necessario aver simpatia per questo titolo azionario, siccome il dividendo era limitato e certamente non esisteva la possibilità di realizzare interessanti guadagni di capitale in seguito ad un'acquisizione¹⁶.

Nel corso dell'audizione era stato anche proposto di mantenere la forma giuridica di società anonima ma di limitare al tempo stesso la cerchia degli azionisti ai soli Cantoni. In questa direzione si era mossa poco tempo prima anche la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), che nel 2001 che aveva ristretto il suo azionariato alle sole banche centrali, riscattando le azioni in possesso di privati. Dopo attento esame, tale soluzione fu scartata per motivi sia pratici che sostanziali. La controversia sull'ammontare dell'indennizzo da corrispondere agli azionisti della BRI, risolta infine dinanzi a un tribunale arbitrale, aveva mostrato in tutta evidenza la difficoltà di determinare il valore oggettivo dei titoli di una banca centrale. Inoltre, una partecipazione della Confederazione, ipotizzabile in caso di esclusione degli azionisti privati, avrebbe rotto quell'equilibrio precario, creato con l'assetto esistente, tra diritti di proprietà, patrimoniali, di voto e di controllo.

La revisione della LBN ha comunque comportato per gli azionisti taluni adeguamenti, peraltro di importanza secondaria. Nel 1907 solo la metà del capitale sociale di 50 milioni di franchi era stata liberata. In sede di revisione della legge, fu deciso di rinunciare alla quota non versata, riducendo a 25 milioni di franchi la dotazione di capitale azionario, tanto più in quanto quest'ultimo aveva ormai perso da tempo ogni rilevanza economica. Questa transazione non ebbe alcun effetto patrimoniale sugli azionisti. La nuova legge creò inoltre le premesse per il passaggio a un modello di azioni nominative dematerializzate, dopo che già nel 1988 erano stati introdotti certificati monouso in sostituzione dei titoli azionari dal sontuoso disegno grafico del 1907. La BNS si muoveva dunque in una direzione che altri emittenti con titoli quotati alla SWX Swiss Exchange avevano già intrapreso da tempo.

10.1.5 La quotazione in borsa delle azioni della Banca nazionale

Fin dalle origini della BNS le sue azioni nominative erano quotate alle borse valori di Basilea, Berna, Neuchâtel e Zurigo, poi confluite nello SWX Swiss Exchange con il passaggio agli inizi degli anni novanta alla contrattazione

¹⁶ Boll. Uff. CSt, p.295.

elettronica. Un sistema di negoziazione telefonica era stato mantenuto presso la borsa di Berna, ma dalla quale la BNS decise di ritirarsi nel 1999. La quotazione implica che si applicano alla Banca nazionale le prescrizioni vincolanti cui sono soggetti tutti gli emittenti, in particolare il regolamento sulla quotazione e altre disposizioni di autodisciplina introdotte dalla borsa sulla base dell'articolo 4 della legge sulle borse e il commercio di valori mobiliari (LBVM). Tuttavia, in molti casi le regole in materia di quotazione mal si adattano alla duplice natura giuridica della Banca e alla peculiarità dei suoi titoli. In considerazione di ciò, in passato la borsa aveva accordato alla BNS varie deroghe, come quelle in materia di contabilità e di resoconti finanziari. La nuova LBN prevede ora espressamente che gli organi di borsa tengano conto della sua natura giuridica nell'applicazione delle disposizioni sulla quotazione (art. 27 LBN).

Particolari difficoltà sorgono nell'applicazione delle regole di borsa che disciplinano la pubblicità di informazioni *ad hoc*. Anzitutto, è assai improbabile che presso la BNS si verificino eventi in grado di influire sull'andamento delle quotazioni di borsa. Inoltre, la sua situazione patrimoniale e di reddito non dovrebbe avere alcun influsso sul corso delle sue azioni, almeno fino a quando la Banca conseguirà un utile sufficiente ad assicurare la distribuzione del dividendo massimo previsto dalla legge. Neppure le disposizioni di borsa sull'informativa al pubblico in materia di governo societario si prestano ad essere applicate alla lettera: nel caso della BNS, infatti, la *corporate governance* è realizzata in gran parte attraverso strutture di diritto pubblico, in particolare con i diritti di partecipazione e controllo da parte del Consiglio e dell'Assemblea federali. Inoltre, si applicano per analogia le norme di diritto pubblico che disciplinano le retribuzioni del personale della Confederazione (art. 42 cpv. 2 lett. j LBN). Infine, molte informazioni la cui pubblicazione è richiesta dalle disposizioni di borsa in materia di *corporate governance* possono essere ricavate direttamente dalla LBN.

La quotazione in borsa ha avuto conseguenze durevoli anche sui rendiconti di esercizio e sulle segnalazioni finanziarie della BNS. La vecchia legge non regolava in modo specifico la presentazione dei conti, rimandando all'applicazione delle concise disposizioni contenute nel Codice delle obbligazioni (art. 13 vLBN). Fino agli anni ottanta la presentazione dei conti era concepita in base agli stessi criteri allora seguiti da altre società svizzere ad azionariato diffuso: il principio della prudenza nella valutazione delle poste attive favoriva la costituzione di riserve palesi od occulte; mediante ammortamenti, nonché la costituzione e la liquidazione di accantonamenti, l'utile netto d'esercizio veniva contabilizzato in modo tale da essere il linea con l'obiettivo

programmato, nel caso della BNS con il dividendo previsto (cfr. 2.3.5). La situazione era destinata a cambiare nel corso degli anni novanta per effetto dei crescenti obblighi di rendiconto imposti dalle borse agli emittenti. Pertanto, a partire dal 1996 la BNS ha pubblicato il proprio consuntivo annuale – se si prescinde da alcune eccezioni specifiche al suo ruolo di banca centrale – in base alle «raccomandazioni relative alla presentazione dei conti» Swiss GAAP RPC, valutando da allora le proprie attività finanziarie ai prezzi di mercato e improntando a criteri commerciali le stime e le quote di ammortamento degli immobili e degli impianti. Con il passaggio agli standard Swiss GAAP RPC sono migliorate notevolmente la qualità e analiticità del consuntivo annuale. Nello stesso tempo, all'intero rapporto di gestione è stata conferita una veste tipografica nuova e più moderna. Anche negli anni successivi, le segnalazioni finanziarie della BNS sono state progressivamente ampliate per tenere il passo con le crescenti prescrizioni regolamentari e la sempre più complessa attività operativa. La nuova LBN, entrata in vigore nel 2004, impegna la BNS a predisporre il suo consuntivo annuale «conformemente alle disposizioni del diritto in materia di società anonima e ai principi generalmente riconosciuti di presentazione dei conti» (art. 29 LBN).

10.1.6 Conclusione

Anche se le considerazioni che avevano condotto inizialmente a concepire la BNS come società anonima a disciplina speciale non erano più attuali, permanevano buoni motivi per mantenere la stessa forma giuridica, e ciò soprattutto perché quello status consentiva di salvaguardare la sua indipendenza istituzionale in modo per così dire naturale. L'opzione consistente nel trasformare la BNS in un soggetto di diritto pubblico rimase puramente teorica, anche perché nessuno era in grado di prevedere quale sarebbe stato l'esito del processo politico. Ciò non toglie che la Banca si trovi a dover compiere un delicato esercizio di equilibrio tra mandato pubblico e struttura privata.

10.2 La struttura di governo societario della BNS

HANS KUHN

10.2.1 Situazione iniziale

La Banca nazionale è stata costituita come società anonima alla quale si applicano, salvo disposizione contraria della legge (art. 2 LBN), le norme del Codice delle obbligazioni. La struttura della BNS differisce però dal modello

disciplinato dal diritto azionario sotto molti importanti aspetti. Anzitutto, all'atto della sua istituzione il legislatore aveva previsto, anziché tre come nella norma, ben sette organi societari: l'Assemblea generale degli azionisti, il Consiglio di banca e il Comitato di banca, la Commissione di revisione, la Direzione generale, nonché i Comitati locali e le Direzioni locali. Inoltre, l'indipendenza della Banca nazionale nelle questioni di politica monetaria e valutaria comportava una separazione tra le funzioni direttive e di vigilanza che non trova riscontro nelle società svizzere. Fin dalle sue origini, la BNS si presenta dunque come un'organizzazione atipica, che nei suoi tratti fondamentali è più simile al modello tedesco con la sua netta separazione tra funzioni esecutive e di controllo che non a quello svizzero, in cui il consiglio di amministrazione, secondo le norme del diritto azionario, non solo vigila sulla gestione aziendale ma è al tempo stesso il massimo organo esecutivo.

Questa singolare struttura della BNS era il frutto di molteplici riflessioni d'ordine politico e federalista. La composizione del Consiglio di banca, di cui facevano parte 40 membri, era stata stabilita soprattutto sulla base di considerazioni partitiche e regionalistiche e rispecchiava tutti i principali interessi economici e sociali del paese, dai Cantoni alle unioni dei datori di lavoro e dei lavoratori, alle associazioni dei contadini e dei consumatori. Come organo di controllo amministrativo della BNS, il Consiglio di banca era troppo grande per poter svolgere efficacemente le sue funzioni: raramente in epoca più recente avevano luogo dibattiti approfonditi ed era spesso esiguo il numero dei membri presenti. Di dimensioni ragionevoli era invece il Comitato di banca, composto inizialmente di sette membri saliti in seguito a dieci¹⁷, che secondo la vecchia legge sulla Banca nazionale (vLBN) esercitava «come delegazione del Consiglio della banca la vigilanza e il controllo regolare della gestione» (art. 48 cpv. 1 vLBN). Conformemente al suo regolamento interno, esso aveva anche il compito di effettuare periodiche «ispezioni dei dipartimenti della Direzione generale e delle succursali» (art. 3 Regolamento interno del Comitato di banca) e a tal fine aveva istituito apposite sezioni ispettive. Tuttavia, il Comitato di banca non si trasformò mai in un vero e proprio organo di controllo, che avrebbe vegliato sistematicamente sulla Direzione generale nell'esercizio delle sue funzioni amministrative. A ciò si aggiungeva il fatto che spesso le competenze degli organi sociali si sovrapponevano o non venivano di fatto rispettate¹⁸. Per esempio, secondo la volontà del legislatore originario la sorveglianza sulle Direzioni locali doveva essere effettuata dai Comitati

17 Schürmann (1980), art. 48 N 1.

18 Messaggio (2002), p. 5444.

locali¹⁹, mentre nella pratica era di esclusiva competenza della Direzione generale. La stessa Commissione di revisione (art. 51 vLBN) – il corrispettivo degli organi di controllo previsti dal diritto azionario – non aveva alcun potere generale di vigilanza, ma solo il compito di verificare che la presentazione dei conti fosse conforme alle disposizioni di legge²⁰. Si trattava quindi di una situazione in cui a una Direzione generale potente e sostanzialmente autonoma nelle questioni monetarie e valutarie facevano riscontro, nell'esercizio della sorveglianza sull'attività aziendale, vari organi privi di una chiara identità e di sufficienti competenze. Questa situazione di squilibrio era accentuata dai molteplici limiti posti ai diritti di partecipazione degli azionisti (cfr. 10.1.3). Di fronte a un tale stato di cose non si poteva certo parlare di un assetto societario rispondente ai moderni requisiti di vigilanza.

10.2.2 Riorganizzazione del governo societario mediante la revisione della legge sulla Banca nazionale

Il rafforzamento della *corporate governance* e la modernizzazione degli organi societari della Banca nazionale erano pertanto obiettivi centrali della revisione della legge sulla Banca nazionale. Per quanto concerne il Consiglio di banca, fu quindi deciso di ridurre drasticamente le sue dimensioni e di potenziarne le competenze. I nuovi requisiti professionali richiesti ai membri del Consiglio di banca, l'istituzione di Comitati permanenti e, non da ultimo, una remunerazione tutt'altro che simbolica hanno decisamente migliorato le premesse per un efficace adempimento delle funzioni di vigilanza da parte di questo organo. Nello stesso tempo, fu decretata l'abolizione del Comitato di banca.

La Direzione generale è rimasta «l'organo direttivo ed esecutivo supremo» (art. 46 cpv. 1 LBN) con competenza assoluta in materia di politica monetaria e valutaria (art. 46 cpv. 2 lett. a LBN). Per la gestione aziendale della BNS è stata creata la cosiddetta Direzione generale allargata.

In sostituzione della precedente Commissione di revisione, è stato istituito un vero e proprio organo di revisione, i cui membri devono possedere particolari qualifiche professionali ed essere indipendenti (art. 47 cpv. 2 LBN). Sono stati infine soppressi gli organi sociali rappresentati dalle Direzioni e dai Comitati locali, ormai obsoleti, e al loro posto sono stati creati uffici di

19 Senza restrizioni secondo l'art. 53 della legge sulla Banca nazionale del 1905; cfr. anche Message (1894), p. 153. In seguito le funzioni di vigilanza sono state ridotte alla valutazione dei limiti di fido e ai controlli su effetti scontati e anticipazioni, cfr. Schürmann (1980), art. 50 N 1.

20 Cfr. Schürmann (1980), art. 51 N 3.

rappresentanza per il monitoraggio dell'economia regionale e Comitati consultivi locali.

10.2.3 Le funzioni di sorveglianza del Consiglio di banca

Il Consiglio di banca «sorveglia e controlla la gestione degli affari della Banca nazionale» (art. 42 cpv. 1 LBN). In particolare, il Consiglio stabilisce l'organizzazione interna della BNS nei suoi elementi fondamentali (art. 42 cpv. 2 lett. a–c LBN); decide in materia di politica del personale (art. 42 cpv. 2 lett. h–k LBN); è responsabile per le questioni finanziarie e di budget (art. 42 cpv. 2 lett. f LBN; art. 10 cpv. 2 lett. e RO); sorveglia il collocamento degli attivi e la gestione dei rischi (art. 42 cpv. 2 lett. e LBN).

Con la revisione della legge sulla Banca nazionale, il Consiglio di banca è stato ridotto da 40 a undici membri, di cui sei (compresi il presidente e il vicepresidente) nominati dal Consiglio federale e cinque eletti dall'Assemblea generale degli azionisti. Lo scopo perseguito con questo provvedimento era di rendere più efficiente la vigilanza, attribuendo ai singoli consiglieri maggiore responsabilità nel processo decisionale e rafforzandone l'identificazione con la funzione. Oltre a disporre di una reputazione irreprensibile e della cittadinanza svizzera, i candidati al Consiglio devono soddisfare una serie di requisiti nuovi, come il possesso di «conoscenze affermate nel campo dei servizi bancari e finanziari, della gestione aziendale, della politica economica o della scienza» (art. 40 cpv. 1 LBN).

Conformemente allo «Swiss code of best practice for corporate governance», cui la BNS si è ispirata nell'elaborazione del nuovo Regolamento di organizzazione (RO), il Consiglio di banca ha istituito Comitati, di cui tre in forma permanente. Il Comitato di remunerazione aiuta il Consiglio di banca a stabilire i criteri per la politica retributiva e avanza proposte riguardanti la fissazione degli stipendi dei membri della Direzione generale e dei loro supplenti. Il Comitato dei rischi è responsabile della valutazione e sorveglianza della politica di gestione dei rischi e del processo di investimento; esso vigila sull'operato dell'unità preposta al controllo dei rischi (*risk controlling*). Il Comitato di verifica esercita la vigilanza sulla contabilità e sui rendiconti finanziari, valuta l'osservanza delle leggi e delle prescrizioni regolamentari (*compliance*), nonché l'efficacia del sistema interno di controllo e sorveglia infine l'attività di revisione interna ed esterna. Il Comitato di nomina, costituito *ad hoc* nel caso in cui vi siano posti vacanti nella Direzione generale, elabora le proposte di nomina da presentare al Consiglio di banca che le sottopone al Consiglio federale.

Il legislatore ha conferito al Consiglio di banca tutte le competenze necessarie a svolgere un'efficace sorveglianza sulla gestione aziendale della BNS. Il

Regolamento di organizzazione impegna la Direzione generale a informare di sua iniziativa il Consiglio di banca su determinate questioni e a rendere disponibili documenti di carattere finanziario (art. 15 cpv. 1 e 3 RO). La Direzione generale è altresì tenuta «su richiesta del Consiglio di banca a [mettere] a disposizione tutti i documenti necessari all'adempimento del suo compito» (art. 15 cpv. 2 RO). Inoltre, la nuova legge ridefinisce la revisione interna come «strumento indipendente di sorveglianza e di controllo dell'attività d'affari della BNS», sottoponendola alle dirette dipendenze del presidente del Consiglio di banca (art. 6 RO).

È opportuno notare che le funzioni di sorveglianza del Consiglio di banca riguardano esclusivamente la gestione degli affari della Banca ma non le questioni di politica monetaria, queste ultime essendo di competenza esclusiva della Direzione generale. Sebbene la LBN e il Regolamento di organizzazione abbiano cercato di tracciare in modo possibilmente chiaro la linea di demarcazione tra gestione aziendale e politica monetaria, sono inevitabili talune interdipendenze. Ad esempio, la composizione delle riserve ufficiali necessarie, compresa la quota da detenere in oro ai sensi della Costituzione federale, è materia di politica monetaria ed è quindi annoverata fra i compiti della Direzione generale (art. 46 cpv. 2 lett. b LBN). D'altra parte, al Consiglio di banca compete la valutazione del *risk controlling* e dei criteri che presiedono al processo di investimento, così come la sorveglianza sulla loro applicazione (art. 10 cpv. 2 lett. c e d RO): da qui a esercitare anche un'influenza sulla struttura delle riserve valutarie il passo è certamente breve. Il Consiglio di banca decide altresì il volume degli accantonamenti e quindi indirettamente la crescita delle riserve valutarie (art. 42 cpv. 2 lett. d LBN), sebbene il giudizio su quale debba essere il livello adeguato delle riserve ufficiali presupponga una valutazione di carattere prettamente monetario.

10.2.4 La Direzione generale quale massimo organo esecutivo

Come già prevedeva la vecchia legge sulla Banca nazionale, la Direzione generale, composta di tre membri, rappresenta l'organo direttivo ed esecutivo supremo della BNS (art. 46 cpv. 1 LBN). Essa ha in particolare il compito di prendere le decisioni strategiche e operative di politica monetaria; decide in merito al collocamento degli attivi; è responsabile dell'impiego degli strumenti sovrani della Banca nazionale (statistiche, riserve obbligatorie, vigilanza sistemica); adempie i compiti connessi con la cooperazione monetaria internazionale (art. 46 cpv. 2 lett. a–e LBN), in quest'ultimo caso con la collaborazione del Consiglio federale (art. 5 cpv. 3 LBN). La Direzione

generale decide inoltre in merito alla retribuzione del personale (art. 46 cpv. 2 lett. f LBN), mentre i criteri fondamentali della politica salariale sono definiti in un regolamento predisposto dal Consiglio di banca (art. 42 cpv. 2 lett. k LBN).

La Direzione generale è un organo collegiale (art. 18 cpv. 1 RO). Ciò significa che ogni decisione viene presa a maggioranza. Il presidente dirige le sedute della Direzione generale, che si tengono di norma due volte al mese, ma non dispone né del potere di impartire istruzioni né del diritto di veto, e non esiste il ballottaggio in un organo di tre membri. Anche questa è una struttura anomala per un'azienda svizzera, sebbene molto diffusa nel sistema politico elvetico. Ciascun membro della Direzione generale presiede uno dei tre dipartimenti. Le competenze dei singoli dipartimenti e della Direzione generale in quanto organo collegiale sono definite nel Regolamento di organizzazione (art. 4, 18).

Per la gestione operativa e aziendale interna è stata istituita una Direzione generale allargata composta dai tre membri della Direzione generale e dai rispettivi supplenti (art. 21 RO). Le sue competenze si limitano agli affari interni della Banca: emanazione di direttive interne; pianificazione finanziaria e budgetaria; adozione di decisioni in materia di assunzione, promozione e licenziamento del personale; questioni organizzative, immobiliari e informatiche di importanza interdipartimentale. L'assolvimento dei compiti fondamentali di politica monetaria e valutaria (art. 5 LBN), nonché la rappresentanza della BNS verso l'esterno restano riservati esclusivamente alla Direzione generale. La struttura direzionale allargata, di cui si è dotata la Banca, rispondeva appunto all'esigenza di consentire ai membri della Direzione generale di concentrarsi maggiormente sulle questioni strategiche di politica monetaria e sul consolidamento delle relazioni esterne. Essa doveva servire anche a fornire un più ampio supporto alla gestione aziendale interna. Tuttavia, questa soluzione non esonera i membri della Direzione generale dalla loro responsabilità per la gestione degli affari interni della Banca, ed è comunque la Direzione generale cui spetta la decisione ultima: le deliberazioni della Direzione generale allargata devono essere approvate da almeno due membri della Direzione generale; in caso di parità dei voti decide il presidente della Direzione generale (art. 22 cpv. 2 RO). Alcune questioni riguardanti il personale e le decisioni di spesa sono state delegate dalla Direzione generale allargata al cosiddetto Collegio dei supplenti (art. 22 cpv. 3 RO).

10.2.5 L'obbligo di rendiconto al Consiglio federale e all'Assemblea federale

La sorveglianza del Consiglio di banca si limita alla gestione degli affari aziendali e non comprende la definizione e l'attuazione della politica monetaria. In questo ambito la Direzione generale è soggetta, come in passato, all'obbligo di rendere conto al Consiglio federale (art. 7 cpv. 1 LBN) e – come stabilito di recente – anche al Parlamento (art. 7 cpv. 2 LBN). L'obbligo nei confronti del Consiglio federale prevede che la situazione economica e la politica monetaria siano soggette a un esame periodico; in più il Consiglio federale e la Banca nazionale si consultano reciprocamente su importanti decisioni di politica economica e monetaria; infine la Banca nazionale sottopone al Consiglio federale per l'approvazione il rapporto annuale di gestione e il consuntivo annuale prima che questi siano presentanti all'Assemblea generale (art. 7 cpv. 1 LBN). L'obbligo di rendiconto nei confronti dell'Assemblea federale assume la forma di un rapporto sull'adempimento dei compiti di politica monetaria (art. 5 LBN); il presidente della Direzione generale è tenuto inoltre a illustrare la relazione dinanzi alle competenti commissioni parlamentari (art. 7 cpv. 2 LBN). Ciò nonostante, non si può parlare a questo riguardo di una vera e propria sorveglianza. Questa presupporrebbe la facoltà dell'autorità vigilante di impartire istruzioni ai soggetti di sua pertinenza sul futuro assolvimento dei compiti, una facoltà espressamente negata al Consiglio federale e al Parlamento (art. 6 LBN). Non va neppure attribuita particolare rilevanza al diritto del Consiglio federale di approvare il rapporto annuale di gestione e il consuntivo annuale, in quanto l'approvazione potrebbe essere negata tutt'al più per vizi formali ma non come sanzione per decisioni di politica monetaria della Direzione generale.

10.2.6 La revisione interna

Il riassetto della funzione di revisione ha fornito un ulteriore importante contributo al rafforzamento della *corporate governance* della Banca. La precedente legge sulla Banca nazionale aveva istituito una Commissione di revisione – corrispondente all'organo di controllo secondo il vecchio diritto azionario – composta di tre membri e tre supplenti nominati dall'Assemblea generale con il compito di verificare i conti annuali e il bilancio (art. 51 vLBN). In seguito alla revisione del diritto azionario del 4 ottobre 1991²¹, che prescriveva, tra l'altro, particolari requisiti professionali per i revisori di società quotate in borsa, la regolamentazione vigente era ormai inadeguata. La Banca nazionale cercò di risolvere provvisoriamente il problema, inasprando

21 RU 1992, 733; in vigore dal 1° luglio 1992/1° luglio 1993.

in via informale i requisiti professionali richiesti ai membri della Commissione di revisione. Restava comunque preclusa la designazione di persone giuridiche in veste di revisori, rendendo necessaria una temporanea deroga accordata alla BNS dalla autorità di regolamentazione della borsa svizzera SWX Swiss Exchange. La revisione della legge sulla Banca nazionale ha consentito alla BNS di colmare la lacuna: ai sensi dell'art. 47 cpv. 2 LBN i revisori devono possedere particolari qualifiche professionali ed essere indipendenti dal Consiglio di banca, dalla Direzione generale e dagli azionisti rilevanti. In tal modo la funzione di auditing della Banca nazionale si è allineata agli standard riconosciuti a livello internazionale.

10.2.7 Conclusione

La riorganizzazione del governo societario della Banca costituisce un elemento centrale della revisione legislativa del 2003, ispirata alle prassi ottimali generalmente riconosciute. Comunque, il dibattito sulla *corporate governance* a livello di settore privato svizzero non può essere senz'altro trasferito nell'ambito della Banca nazionale. L'indipendenza della BNS nell'impostazione e attuazione della politica monetaria, di cui è competente esclusivamente la Direzione generale, limita le funzioni del Consiglio di banca alla sorveglianza sulla gestione aziendale della Direzione generale. Per questo aspetto, il Consiglio di banca non può essere paragonato al consiglio di amministrazione di una normale società anonima privata. D'altra parte, non è compito facile tracciare correttamente i confini tra queste due realtà, e al tempo stesso rispettarli.

10.3 La presenza della BNS a livello regionale

THOMAS WIEDMER

10.3.1 Situazione iniziale

L'organizzazione e la struttura della Banca nazionale hanno risentito a lungo di influssi federalistici. A partire dal 1907 le banconote della BNS si erano gradualmente sostituite a quelle emesse da 36 banche, in prevalenza di proprietà dei Cantoni. La centralizzazione del monopolio di emissione aveva pertanto inciso sugli interessi patrimoniali dei Cantoni, ai quali era stata offerta in contropartita, così come alle banche cantonali, una partecipazione al capitale sociale della BNS; ai Cantoni era stato inoltre riconosciuto il diritto di partecipazione agli utili della Banca nazionale. Tuttavia, l'accenramento delle funzioni di banca di emissione metteva anche in discussione

l'importanza economica di talune città e regioni. Per molto tempo, quindi, la presenza della BNS nei Cantoni rappresentava una questione dai risvolti altamente politici.

La legge sulla Banca nazionale del 1953 (vLBN) prescriveva ancora che le operazioni della BNS venissero affidate a succursali «nelle piazze commerciali importanti» e quantomeno ad agenzie «in altre località» (art. 4 cpv. 1 vLBN). Le decisioni sulla creazione o soppressione di succursali e agenzie erano prese dal Consiglio di banca²². Prima di istituire una succursale o un'agenzia la BNS doveva però sentire il parere del governo cantonale; in caso di contrasto tra un Cantone e la Banca nazionale decideva il Consiglio federale (art. 4 cpv. 2 vLBN). Se essa non intendeva aprire una succursale in un Cantone o Semicantone, questi potevano richiedere che venisse istituita almeno un'agenzia (art. 4 cpv. 3 vLBN). La rete di filiali e rappresentanze della Banca nazionale, che all'atto della sua istituzione, il 20 giugno 1907, comprendeva solo cinque insediamenti a Zurigo, Berna, Basilea, San Gallo e Ginevra, si è progressivamente ampliata nel corso degli anni. La BNS istituì succursali a Neuchâtel (1907), Lucerna e Losanna (entrambe 1908), Aarau (1922) e Lugano (1929) e proprie agenzie a La Chaux-de-Fonds (1907), Winterthur (1910) e Bienne (1931)²³. A ciò si sono aggiunte una dozzina di agenzie gestite da terzi, per la maggior parte banche cantonali, e numerosi corrispondenti.

A ogni succursale era preposto un direttore nominato dal Consiglio federale su proposta del Consiglio di banca (art. 54 cpv. 1 vLBN). Quest'ultimo istituiva inoltre Comitati locali, che davano il loro parere sui limiti di fido della clientela e controllavano periodicamente gli effetti scontati e le anticipazioni su titoli delle loro sedi (art. 50 cpv. 1^{bis} vLBN). Essi avevano inoltre la facoltà di formulare proposte per la nomina del direttore, dei procuratori e dei mandatari delle loro succursali. Il rilievo politico attribuito alla presenza della BNS nelle regioni trova conferma anche nel fatto che i Comitati e le Direzioni locali erano costituiti come veri e propri organi societari della Banca nazionale.

10.3.2 Fattori oggettivi alla base della struttura decentrata

Accanto a queste considerazioni di carattere federalistico, vi era anche una serie di fattori oggettivi che, nell'istituire la Banca nazionale, avevano influito sulla scelta di una struttura decentrata con un'estesa rete di sportelli.

²² BNS (1932), p. 340.

²³ BNS (1932), pp. 361 seg.

A quell'epoca erano predominanti tre tipi di attività – le operazioni di sconto, la gestione dei conti giro (bancogiro) e l'approvvigionamento di contante – per le quali una struttura decentrata presentava indubbi vantaggi.

Sia per le operazioni di sconto che per i bancogiro una rete di succursali era ottimale, in quanto consentiva di verificare in loco gli effetti cambiari presentati allo sconto e la solvibilità dello scontatario. Quanto alla gestione dei conti giro, la succursale poteva regolare tempestivamente in sede i bonifici locali, cosicché il beneficiario disponeva in giornata dell'accredito.

Tuttavia, nel corso degli anni entrambe queste operazioni persero rilevanza per la politica monetaria. Il ruolo degli effetti cambiari come strumento di finanziamento era diminuito a partire dagli anni venti, essendo gradualmente cambiate le abitudini di pagamento. All'epoca del passaggio ai tassi di cambio flessibili, la Banca nazionale agiva ormai sulla massa monetaria e sui tassi di interesse soprattutto attraverso la compravendita di valute e titoli²⁴, transazioni che le controparti dislocavano in misura crescente dalle succursali verso le sedi centrali. Anche all'interno della Banca nazionale, dunque, aveva preso avvio un processo di concentrazione. Per contro, nei pagamenti senza uso di contante il circuito dei conti correnti della Posta con la sua fitta rete di sportelli e il suo mezzo di pagamento semplice (il bollettino di versamento) prevaleva sui conti di giro della BNS basati su moduli relativamente complessi. Di conseguenza, il volume di trasferimenti effettuati nelle succursali, che negli anni cinquanta e sessanta assorbiva ancora una quota rilevante delle risorse impiegate, continuò a diminuire, scendendo agli inizi degli anni ottanta a livelli trascurabili. Oltre al successo dei conti postali, negli anni settanta aveva contribuito alla perdita di importanza del sistema di giro della BNS ad altissima intensità di lavoro anche il diffondersi del trattamento elettronico dei dati.

Pertanto, delle tre operazioni principali eseguite dalle succursali, e per le quali un'organizzazione decentrata offriva particolari vantaggi, agli inizi degli anni ottanta solo l'approvvigionamento di contante aveva ancora una certa importanza. Con il calo dell'attività operativa, i compiti dei direttori di succursale si orientarono sempre più verso funzioni di informazione. Ai responsabili delle succursali veniva chiesto, da un lato, di illustrare le linee di politica monetaria della BNS agli interlocutori regionali e, dall'altro, di seguire l'evoluzione dell'economia nella regione, riferendo in merito alla Direzione generale.

24 BNS, verbale della Direzione generale (1984), 23 agosto, n. 379.

10.3.3 Riorganizzazione delle succursali

Dopo le segnalazioni pervenute agli inizi degli anni ottanta di un calo del grado di utilizzo delle capacità presso le unità operative periferiche, la Direzione generale aveva dato incarico ai direttori delle succursali di redigere un rapporto sulla situazione nelle rispettive strutture e di formulare proposte sulla ripartizione dei compiti della banca centrale tra le sedi principali e le succursali. Nel novembre 1983 la materia era stata oggetto di un esame approfondito²⁵, dal quale erano emerse due opzioni: una maggiore centralizzazione dei compiti presso le due sedi oppure una verifica delle possibilità di decentrare operazioni bancarie presso le succursali.

La Direzione generale optò per la prima soluzione, in quanto non si intravedevano reali opportunità di decentramento, fatta eccezione per la gestione del contante. Le succursali avrebbero dovuto quindi concentrare la loro attività sull'approvvigionamento di banconote e sulla raccolta e trasmissione di informazioni²⁶. I direttori, secondo il punto di vista della Direzione generale, avrebbero dovuto sviluppare il loro ruolo di ambasciatori, limitandosi a funzioni di informazione e di monitoraggio dell'economia locale²⁷ e affidando ai loro sostituti la conduzione degli affari correnti, sempre più circoscritti alla mera gestione di cassa.

Dati gli elevati rischi insiti nella circolazione dei biglietti, era opportuno dedicare particolare rilievo, nel corso della riorganizzazione, agli aspetti connessi alla sicurezza. Si rendevano pertanto necessari vasti e costosi adattamenti edilizi presso gli uffici bancari. La Direzione generale colse l'occasione per adeguare la struttura delle proprie succursali alle mutate condizioni di mercato e cedette le ultime agenzie di cui la BNS disponeva in proprio (Bienne, La Chaux-de-Fonds) alle banche cantonali, che si incaricarono della distribuzione regionale del contante, impiegando le proprie sedi e infrastrutture di sicurezza²⁸.

10.3.4 Chiusura di succursali

Dopo una quindicina di anni anche l'ultima delle tre operazioni principali ancora eseguite dalle succursali, l'approvvigionamento di banconote, non giustificava più una organizzazione decentrata²⁹. Nella seconda metà degli anni novanta, le tendenze in atto nel sistema dei pagamenti in contante

25 BNS, verbale della Direzione generale (1983), 17 novembre, n. 614.

26 BNS, verbale della Direzione generale (1983), 17 novembre n. 614 e 1° dicembre, n. 643.

27 BNS, verbale del Consiglio di banca (1984), 27 aprile, pp. 53 seg.

28 Cfr. Lusser (1985).

29 BNS, McKinsey (1998).

avevano promosso una concentrazione che si sarebbe tradotta in una nuova organizzazione del numerario (5.1.4)³⁰.

Nel quadro di una prima ristrutturazione nel 1998, la BNS concentrò il trattamento del contante nelle sedi di Berna e Zurigo, nonché nelle succursali di Ginevra e Lugano. Alla fine di quell'anno vennero chiuse le succursali di Aarau e Neuchâtel e un anno dopo furono soppressi i servizi di cassa presso le succursali di Basilea, Losanna, Lucerna e San Gallo. Nonostante i necessari adeguamenti aziendali, la Direzione generale voleva mantenere un saldo ancoraggio a livello regionale³¹ e ribadì quindi – come già aveva fatto all'epoca della riorganizzazione del 1984 – l'importanza dello scambio decentrato di informazioni. Presso diversi centri economicamente e politicamente importanti, al di fuori dell'ambito di competenza delle due sedi della BNS, furono insediati nuovi uffici di rappresentanza con specifiche funzioni di informazione (Basilea, Losanna, Lucerna e San Gallo). Alle succursali e rappresentanze vennero affiancati organi consultivi in sostituzione dei vecchi Comitati locali.

A fine 2006 fu sospeso anche il servizio di cassa di Lugano, poiché il volume di numerario trattato da quella succursale era sceso ad un livello inadeguato per garantire una gestione sicura ed efficiente. In effetti, le banconote consegnate alla cassa non raggiungevano più quantità tali da consentire il pieno utilizzo della macchina selezionatrice, mentre per ragioni di sicurezza (principio del doppio controllo) non era possibile ridurre ulteriormente l'organico. Anche a Lugano la Banca nazionale ha però mantenuto la sua presenza con un ufficio di rappresentanza.

10.3.5 Adeguamento dell'organizzazione aziendale interna

Mentre le ristrutturazioni fin qui considerate avevano riguardato essenzialmente le succursali e il sistema di approvvigionamento del contante, la terza importante riorganizzazione nel 2003 si è concentrata sulle sedi della Banca nazionale³², dove erano state mantenute in parte le originarie strutture decentrate. Tuttavia, l'accorpamento delle attività della BNS in un'unica sede, se poteva apparire opportuno da un punto di vista puramente economico, non fu preso in considerazione: da un lato, gli aspetti di sicurezza specifici di una banca centrale rendevano preferibile il mantenimento di due sedi; dall'altro, all'epoca della revisione della legge sulla Banca

30 BNS, comunicato stampa (1998), 16 febbraio.

31 BNS, verbale del Comitato di banca (1998), pp. 20 segg.

32 BNS al personale (2003) e BNS, *note* (2003).

nazionale la Direzione generale si era astenuta dal proporre al Consiglio federale e al Parlamento una fusione delle due sedi, nel timore che il dibattito politico su una questione che, nell'ottica della BNS, rivestiva un'importanza secondaria, potesse assumere una dinamica autonoma, relegando in secondo piano i punti ben più importanti della revisione di legge. Nel messaggio del 26 giugno 2002 concernente la revisione della legge sulla Banca nazionale si affermava che il mantenimento delle due sedi non avrebbe creato problemi pratici e che motivi di interesse nazionale postulavano «l'esistenza di una sede giuridica nella città federale e di una nel centro finanziario della Svizzera»³³.

Con la riorganizzazione del 2003 la Direzione generale perseguiva i seguenti obiettivi³⁴: una più chiara delimitazione degli ambiti di competenza dei tre dipartimenti e una maggiore efficienza funzionale attraverso un assetto più coerente delle linee gerarchiche e operative; le operazioni bancarie, dopo la riorganizzazione delle succursali, dovevano essere accentrate anche a livello di sedi. Fino ad allora, lo stesso tipo di operazioni veniva trattato da due dipartimenti e in due sedi separate, causando un inutile lavoro di coordinamento e perdite di efficienza. La Direzione generale decise pertanto di concentrare tutte le attività di gestione dell'attivo in un'unica unità organizzativa nel 3° Dipartimento, assegnando al 2° Dipartimento la sorveglianza sulla stabilità del sistema finanziario, la cui importanza era aumentata con la nuova legge sulla Banca nazionale. Un ulteriore obiettivo della Direzione generale era la semplificazione della scala gerarchica. Varie unità furono sottoposte alle dirette dipendenze dei capi di dipartimento, e venne ridotto da cinque a tre il numero dei membri supplenti della Direzione generale.

Le tre riorganizzazioni possono essere classificate sotto un'unica voce: centralizzazione delle attività operative. La BNS ha dapprima scorporato le operazioni bancarie dalle funzioni delle succursali e le ha poi concentrate in una sola sede. In tal modo, la Direzione generale è riuscita a ottimizzare i procedimenti di lavoro e a migliorare la gestione aziendale della Banca adeguandola alle moderne esigenze.

³³ Messaggio (2002), p. 5493.

³⁴ BNS, Organisation de la BNS 2004 (2003).

10.4 Lo scorporo delle attività collaterali

HANS-CHRISTOPH KESSELRING

10.4.1 *La Banca nazionale nel ruolo di banca delle banche*

La Banca nazionale assolve le funzioni fondamentali che le sono state attribuite esclusivamente nell'ambito delle sue relazioni con le banche commerciali. Essa non intrattiene rapporti d'affari con soggetti non bancari, ossia Cantoni, Comuni, imprese del settore privato e statale o il pubblico. L'unica importante eccezione è costituita dai servizi bancari forniti alla Confederazione, la cui entità viene stabilita d'intesa tra l'Amministrazione federale e la BNS, in quanto partner paritetici, e per i quali è corrisposto un adeguato compenso.

In passato la situazione era ben diversa. La vecchia legge sulla Banca nazionale (vLBN) in vigore fino al 2004 si differenziava dall'attuale regolamentazione sotto tre aspetti: la BNS era tenuta a fornire alla Confederazione tutte le prestazioni bancarie da essa richieste, senza diritto a percepire un compenso; la legge consentiva alla BNS di effettuare operazioni con soggetti non bancari³⁵, sebbene entro certi limiti (erano esclusi i prestiti, le ipoteche e i servizi di deposito a risparmio); era vietata alla BNS la remunerazione dei depositi della clientela, fatta eccezione per i conti della Confederazione. Il legislatore mirava in tal modo a minimizzare i rischi di credito e ad evitare che la BNS entrasse in concorrenza con le banche commerciali.

Queste attività collaterali della BNS con la Confederazione e con soggetti non bancari sono proseguite per decenni. Vi rientravano le operazioni di sconto che agli esordi della neonata banca centrale rappresentavano ancora il principale strumento di gestione della liquidità (cfr. 1.3)³⁶. Tuttavia, già a partire dagli anni venti la loro importanza per la politica della banca centrale aveva cominciato a diminuire in seguito al diffondersi di altre forme di finanziamento³⁷, cosicché negli anni trenta le operazioni di sconto rappresentavano ormai un ramo secondario. In tale ambito rientravano taluni crediti concessi dalla Direzione generale a favore di singole imprese e settori che, in retrospettiva, appaiono in parte opinabili sotto il profilo dell'ordinamento economico.

Verso la fine degli anni settanta, la Direzione generale manifestò un crescente disagio di fronte agli aspetti problematici insiti nell'impiego dello strumento di sconto per finalità diverse da quelle originariamente previste e assunse un indirizzo sempre più orientato ai principi di mercato. Con il tempo

35 Message (1904), p. 452; (1894), pp. 139 segg.

36 Ruoss (1992), p. 39.

37 BNS (1957), tabella 1, pp. 320 seg.

questo nuovo approccio ha permeato il processo di identificazione della Banca, portandola a riconsiderare le finalità fondamentali che essa intendeva perseguire in quanto istituto di emissione impegnato nell'attività bancaria all'ingrosso – avente cioè come uniche controparti le banche commerciali – e a identificarsi sempre più come banca delle banche. Questa autolimitazione indusse la Direzione generale a escludere quanto più possibile le operazioni che non rientravano tra i suoi compiti fondamentali o ad assoggettarle alle forze di mercato.

Il processo di riorientamento non fu sistematico, come mostrano le decisioni contraddittorie prese dalla Direzione generale soprattutto nella fase iniziale, né fu perseguito in modo esplicito, a giudicare dalla mancanza di appositi studi o ricerche puntuali. Anzi, venne portato avanti in modo esitante e discontinuo, sulla base di riflessioni occasionali piuttosto che di analisi sistematiche. Ciò non sorprende se si considera che negli anni settanta le concezioni economiche degli organi decisionali erano ancora fortemente improntate all'interventismo del dopoguerra (cfr. 2.3.4 e 2.4.3). In seguito, sarebbe mancata a questo processo una linea coerente: da un lato, la Direzione generale temeva che desistere dalle misure di sostegno cui si erano abituati i beneficiari avrebbe nociuto alla sua reputazione; dall'altro, rifugiava dai conflitti per non pregiudicare l'appoggio politico a un'efficace lotta all'inflazione nella quale individuava, a ragione, il suo compito principale. Nei paragrafi che seguono, questo nuovo orientamento verrà illustrato sull'esempio delle summenzionate attività collaterali, il che renderà indispensabile un certo esame retrospettivo.

10.4.2 La politica di sconto al servizio di interessi particolari

Durante la crisi economica degli anni trenta – ma anche anteriormente (cfr. 1.8) – la BNS si era servita delle operazioni di sconto per sostenere selettivamente talune imprese e settori mediante l'erogazione di crediti a condizioni vantaggiose, una prassi che sarebbe proseguita ben oltre la fine della guerra, spesso a supporto di misure di stimolo promosse dalla Confederazione. Ne sono un esempio i crediti di sconto accordati all'industria vinicola e lattiera, con cui i beneficiari finanziavano lo stoccaggio delle merci quando i prezzi minacciavano di calare in seguito a una produzione abbondante. Tuttavia, verso la metà degli anni settanta la Direzione generale cominciò a considerare queste facilitazioni creditizie in modo più critico. Già in precedenza aveva espresso riserve riguardo a queste pratiche di sconto³⁸, ma a

38 Cfr. ad esempio, BNS ad Amministrazione federale delle finanze (1961).

partire dal 1976 i dubbi sulla reale legittimità di tali interventi andarono accumulandosi³⁹, anche se inizialmente non ebbero conseguenze sulla politica della BNS. Ciò malgrado, nel 1982 la Direzione generale respinse una richiesta cantonale di finanziamento a favore del settore agricolo in base alla motivazione che non era compito della BNS contribuire a mantenere alti i prezzi⁴⁰. Nonostante ulteriori interventi da parte dell'Ufficio federale dell'agricoltura e successivamente del Dipartimento federale dell'economia pubblica, la BNS non tornò sulla sua decisione e si astenne in seguito dal concedere aiuti simili all'agricoltura⁴¹.

In talune occasioni la Direzione generale erogò crediti di sconto anche per attenuare le pressioni politiche. Per esempio, a partire dalla metà degli anni settanta fece ricorso a questo strumento quando l'apprezzamento del franco e la recessione economica misero in difficoltà i settori dell'orologeria, del tessile, delle calzature e dell'agricoltura. Dopo diverse interpellanze parlamentari, accordò alle imprese di questi settori linee di credito eccedenti i massimali in vigore. I tassi di interesse furono fissati al disotto del saggio ufficiale di sconto, conferendo a tali crediti il carattere di sovvenzioni⁴². La Banca nazionale rinnovò più volte le linee di credito, estendendo la cerchia dei beneficiari ad altri rami economici e integrando i crediti di sconto con altre forme di assistenza. Le fonti non documentano che sia stata messa in discussione la pertinenza di tali azioni con i compiti propri di una banca centrale. Agli inizi degli anni ottanta la Direzione generale pose comunque fine a simili interventi.

Il moltiplicarsi di queste misure di sostegno, nel momento stesso in cui erano in atto riflessioni sull'opportunità di cessare gli aiuti creditizi a favore dell'agricoltura, sta a dimostrare quanto vaghe fossero allora le concezioni di politica economica della Banca. Tuttavia, già nel libro commemorativo per i 75 anni della BNS, pubblicato nel 1982, la Banca in retrospettiva giudicava non compatibile con il suo mandato generale una politica differenziata per settori o regioni⁴³. Questa affermazione testimonia il processo di ripensamento in corso in quegli anni all'interno della Banca. Con la rinascita del monetarismo le forze di mercato erano tornate in auge dopo le dubbie esperienze della BNS con i suoi interventi diretti nel mercato (cfr. 2.4.3).

39 Cfr. ad esempio, BNS, verbale della Direzione generale (1976), 11 marzo, n. 253; (1978), 19 ottobre, n. 681/5.

40 BNS, verbale della Direzione generale (1982), 28 ottobre, n. 574/2.

41 BNS, verbale della Direzione generale (1984), 22 novembre, n. 539/4; (1986), 3 aprile, n. 150/2.

42 BNS, verbale della Direzione generale (1975), 6 marzo, n. 284; 1° maggio, n. 489.

43 BNS (1982), p. 275.

10.4.3 La politica di sconto nel finanziamento delle scorte obbligatorie

Con il finanziamento delle scorte obbligatorie la Banca nazionale ha differito di un altro decennio la sua definitiva rinuncia all'impiego di operazioni di sconto non conformi alle sue finalità. Le scorte obbligatorie erano state istituite poco prima dell'inizio della seconda guerra mondiale per assicurare l'approvvigionamento del Paese con beni di vitale importanza. Al loro finanziamento dovevano provvedere le ditte che detenevano le scorte obbligatorie, ma la Banca nazionale si era dichiarata disposta a scontare le loro cambiali, garantite dalla Confederazione, a un tasso agevolato e al di fuori dei limiti vigenti, nonché a rinnovare i crediti di sconto alla loro scadenza.

A rigore, la struttura a lungo termine del finanziamento delle scorte obbligatorie contrastava fin dall'inizio con i principi della politica di sconto che si configurava come uno strumento di credito a breve termine (cfr. 1.3)⁴⁴, inteso successivamente a coprire fabbisogni urgenti di cassa⁴⁵. Nondimeno, data la situazione di minaccia che incombeva sul Paese alla vigilia della seconda guerra mondiale, una simile concessione non aveva sollevato particolari obiezioni⁴⁶, tanto più che già all'epoca della crisi economica degli anni trenta la Direzione generale era intervenuta in soccorso con programmi di risconto a più lungo termine.

La decisione della BNS era stata probabilmente facilitata anche da considerazioni di politica monetaria, in quanto la Banca vedeva di buon occhio un rilancio delle operazioni di sconto che le offrivano un quadro complessivo degli impegni di pagamento interni ed esterni e si rivelavano di grande utilità per la politica di cambio e quindi per la politica monetaria⁴⁷. Persino agli inizi degli anni ottanta il 3° Dipartimento vagheggiava ancora l'idea di creare un mercato monetario liquido con lo stock di effetti delle scorte obbligatorie, che ammontava a 8 miliardi di franchi, nella speranza di poterlo impiegare a sostegno della politica monetaria.

Ad ogni modo, il rilevante potenziale di rifinanziamento degli effetti cambiari per le scorte obbligatorie preoccupò ben presto la Direzione generale, in quanto consentiva alle banche di sottrarsi all'azione della politica monetaria: allorché la Banca nazionale cercava di frenare la crescita della massa monetaria, e il saggio di sconto – il cui livello veniva adeguato solo periodicamente alle condizioni di mercato – era inferiore in quel momento

44 BNS (1932), p. 67 seg.; BNS (1957), pp. 152 segg.

45 Ad esempio, BNS all'Amministrazione federale delle finanze (1961).

46 BNS, verbale del Comitato di banca (1939), 22 aprile, p. 221.

47 BNS al consigliere federale Schulthess (1936), in un caso analogo.

ai tassi di mercato, le banche presentavano al risconto i loro effetti. In tal modo, esse potevano ampliare il loro margine di liquidità, mentre la BNS era costretta ad accettare le cambiali, avendo rinunciato a suo tempo a introdurre limiti quantitativi.

Per molto tempo la Direzione generale non ritenne che questi problemi fossero sufficientemente gravi da indurla a revocare il finanziamento delle scorte obbligatorie e cercò piuttosto di mitigarli attraverso una serie di misure. Così, nel 1982 decise di sospendere con effetto immediato il privilegio della stanziabilità di tali effetti per anticipazioni su pegno, accordato alle banche nel 1974 al fine di prevenire un aumento dei costi di rifinanziamento delle scorte obbligatorie. Tale privilegio consentiva alle banche di approvvigionarsi, alle scadenze di fine mese quando maggiore era il fabbisogno di liquidità, di moneta della banca centrale contro la costituzione in garanzia degli effetti. Tuttavia, di fronte all'opposizione delle competenti autorità federali, nel 1986 la Direzione generale ridimensionò questo provvedimento a carattere immediato trasformandolo in un obiettivo a più lungo termine. Sebbene alla fine degli anni ottanta il capo economista della BNS individuasse nel finanziamento delle scorte obbligatorie il tallone di Achille della politica monetaria di allora, la Direzione generale esitava, per motivi politici, a trarne le conseguenze, preferendo negoziare, peraltro senza successo, con le autorità federali. In seguito, le sarebbero venuti dubbi sulla validità dell'argomentazione basata sulla politica monetaria, ritenendo che il problema principale risiedesse nel sovvenzionamento indiretto delle scorte obbligatorie. In tal modo il dibattito si spostava sul piano della politica economica⁴⁸.

Una via di uscita fu offerta dal parere legale interno del 1989, secondo cui il tasso speciale di sconto applicato agli effetti sulle scorte obbligatorie e la loro stanziabilità a garanzia di anticipazioni non poggiavano su basi giuridiche adeguate. La Direzione generale e la Confederazione si accordarono su un periodo di transizione che doveva servire a trovare una soluzione idonea sotto il profilo regolamentare per il finanziamento delle scorte obbligatorie. Allo scadere di quel periodo nel 1992, quando la guerra fredda si era ormai conclusa, le altre parti interessate si erano già accordate su una soluzione di mercato che non richiedeva il concorso della BNS. In questo modo la banca centrale rinunciò alle ultime misure di sostegno selettivo, e nel 1999 abolì il saggio di sconto in quanto strumento ormai irrilevante per la politica monetaria (cfr. 4.6.4).

48 BNS, verbale della Direzione generale (1989), 30 marzo, n. 141/2.

10.4.4 La cessazione delle operazioni con il settore non bancario

La legge sulla Banca nazionale non aveva mai fatto esplicito riferimento alle operazioni con soggetti non bancari, implicitamente incluse nell'articolo che elencava la gamma di attività della Banca⁴⁹. Dal materiale riguardante i primi progetti di legge non emergono elementi che chiariscano il motivo per cui dovesse essere consentito alla BNS di effettuare simili operazioni, quantunque soggette a limiti. È probabile che all'inizio del ventesimo secolo il legislatore lo considerasse semplicemente ovvio. In ogni caso, a quell'epoca altre banche centrali europee annoveravano tra la loro clientela il pubblico⁵⁰, come del resto le banche di emissione svizzere che avevano preceduto la BNS⁵¹. Inoltre, il legislatore potrebbe aver intravisto in questo tipo di attività una salutare fonte di reddito per la esordiente banca centrale le cui entrate erano inizialmente assai modeste, essendo obbligata a detenere una parte dei suoi attivi sotto forma di metalli preziosi infruttiferi. Va aggiunto che le operazioni della BNS con il settore non bancario non assunsero mai dimensioni rilevanti⁵².

Se per la generazione dei fondatori della Banca il legame tra mandato di politica monetaria e clientela privata poteva ancora apparire naturale, i dubbi erano destinati ad aumentare subito dopo la seconda guerra mondiale soprattutto in quanto queste attività accessorie assorbivano capacità manageriali. Ad esempio, a quell'epoca la Direzione generale era spesso costretta a occuparsi di come affrontare la questione dei beni patrimoniali i cui titolari non avevano più dato notizia (cosiddetti beni in giacenza), specie se il cliente era di nazionalità estera, senza peraltro pervenire a una soluzione duratura. La Direzione generale decise solo di non accettare più, per quanto possibile, clientela estera⁵³.

Questo ambito di attività, che richiedeva contatti ravvicinati con la clientela, assumeva particolare importanza per le succursali. Esso era gestito da reparti che si occupavano anche dell'attuazione della politica monetaria e che, a causa del basso grado di automazione dell'epoca, erano costretti a compiere operazioni spesso ripetitive. L'assunzione di rapporti bancari con clienti privati costituiva pertanto un modo per rendere più interessante il loro lavoro. Del resto, una direttiva impartita negli anni sessanta, che raccomandava di non instaurare nuove relazioni con clienti, non fu applicata con ugual zelo da tutte le unità della Banca⁵⁴.

49 Message (1894), pp. 139 seg.

50 Goodhart, Capie e Schnadt (1994), p. 69.

51 Jöhr (1915), p. 233.

52 Jöhr (1915), pp. 371 seg.; BNS (1957), pp. 282 seg.

53 BNS, verbale della Direzione generale (1946), 21 novembre, n. 1528.

54 BNS, Affaires clientèle privée (1997).

Verso la metà degli anni ottanta, quando la Direzione generale si vide costretta a ristrutturare la rete di succursali a causa dell'insufficiente utilizzo delle capacità, fu colta l'occasione per interrompere tutte le relazioni d'affari con la clientela non bancaria⁵⁵. Con questa iniziativa, che non venne più contestata, si riduceva anche il rischio che un'attività collaterale di importanza secondaria esponesse la BNS a pubbliche critiche e la distogliesse al tempo stesso dal perseguimento delle sue finalità di politica monetaria. La Direzione generale motivò la decisione dinanzi alle autorità bancarie dichiarando che, in quanto «banca delle banche», la BNS intendeva limitare d'ora in poi i suoi rapporti d'affari alle sole banche⁵⁶, come verrà in seguito sanzionato anche sul piano formale con l'articolo 9 nella nuova legge sulla Banca nazionale entrata in vigore nel 2004.

10.4.5 La Banca nazionale nel ruolo di banchiere della Confederazione

La generazione dei fondatori, pur non avendo iscritto nella Costituzione il mandato della BNS di regolare i pagamenti per conto della Confederazione, lo ha inserito nella legge in posizione preminente, ovvero subito dopo i due principali compiti della Banca. A giudicare dal messaggio del 1894, essa riteneva che tale attività avrebbe agevolato il controllo della circolazione monetaria da parte della Banca nazionale⁵⁷. Tuttavia, né in questo messaggio né in quelli successivi del 1899 e del 1904 venivano adottati i motivi per cui la giovane banca centrale avrebbe dovuto assolvere questo compito a titolo gratuito. Solo nei documenti relativi al primo progetto di legge vi era un riferimento secondo cui l'assenza di una remunerazione rappresentava per i fondatori la contropartita del monopolio dell'emissione riconosciuto alla Banca⁵⁸.

In questo quadro legislativo – regolato nel dettaglio da convenzioni – la BNS ha gestito nel corso di decenni i pagamenti, o parte di essi, per la Confederazione. Negli ultimi anni, l'Amministrazione federale si è servita di questo canale per il rimborso delle trattenute dell'imposta preventiva sui redditi di capitale o il pagamento di beni e servizi acquistati. Fra gli altri servizi resi alla Confederazione figuravano la tenuta dei conti, le transazioni in cambi, l'emissione di crediti scritturali del mercato monetario e di obbligazioni, la custodia dei titoli e l'intermediazione di crediti bancari. Negli ultimi venticinque anni le relazioni bancarie con la Confederazione sono state caratterizzate soprattutto da una crescente professionalità,

55 BNS, verbale della Direzione generale (1984), 23 agosto, n. 379.

56 BNS, verbale del Consiglio di banca (1984), 27 aprile, p. 51.

57 Message (1894), p. 139.

58 Eingabe des Banknoteninspektorats (1878), p. 76.

dall'automazione e da questioni di ordine economico riguardanti la delimitazione delle prestazioni.

Inoltre, per aumentare la domanda di titoli pubblici sul mercato dei capitali e ridurre l'onere del servizio del debito per lo Stato, la Confederazione e la BNS hanno preso una serie di iniziative volte ad accrescere l'attrattiva dei prestiti della Confederazione per gli investitori professionali. Dal 1992 la Confederazione colloca in serie aperta obbligazioni *jumbo* liquide, cosicché il numero delle emissioni in essere si è ridotto di quasi due terzi a 22 e il loro ammontare medio è salito da 300 milioni di franchi nel 1990 a oltre 4 miliardi nel 2006. La Confederazione e la Banca nazionale hanno standardizzato i procedimenti d'asta e dal 1992 pubblicano ogni anno un calendario delle emissioni in programma. Dal 1998 la BNS accetta, a determinate condizioni, anche offerte di banche all'estero⁵⁹ e dal febbraio 2001 ha integralmente automatizzato il collocamento di obbligazioni e crediti scritturali del mercato monetario servendosi della piattaforma di negoziazione elettronica Eurex. Grazie a questi provvedimenti, l'ammontare dei titoli pubblici in essere, rimasto pressoché stagnante negli anni ottanta, è aumentato di quasi otto volte: in seguito alla forte crescita del debito pubblico esso è salito a 95 miliardi di franchi a fine 2006. Le obbligazioni federali rappresentano oggi il segmento di gran lunga più liquido e il nucleo centrale delle contrattazioni professionali sul mercato dei capitali svizzero.

Un'altra innovazione introdotta dalla nuova legge sulla Banca nazionale è l'abolizione del libro del debito, tenuto dalla BNS per conto della Confederazione dal 1939, nel quale i sottoscrittori di titoli pubblici potevano inscrivere le loro ragioni di credito. Ma, a differenza delle obbligazioni federali, i crediti scritturali non erano negoziabili in borsa, poiché inizialmente la Confederazione voleva sottrarre una parte del suo debito alle oscillazioni di prezzo sul mercato finanziario. In cambio della rinuncia alla negoziabilità immediata, l'iscrizione nel libro del debito era gratuita, mentre per la custodia di titoli obbligazionari venivano applicate le consuete commissioni bancarie. Un altro vantaggio per la Confederazione era l'assenza delle spese di gestione e trattamento delle cedole e dei titoli che comportano le emissioni obbligazionarie. Infine, a questi crediti scritturali si applicava una speciale regola di valutazione che risaliva alle particolari clausole applicate all'emissione per la difesa nazionale del 1936⁶⁰. Alla fine del ventesimo secolo la situazione era radicalmente cambiata rispetto agli anni trenta, non solo per quanto riguarda

59 BNS, verbale della Direzione generale (1998), 23 aprile, n. 200.

60 Per un approfondimento, cfr. Boemle et al. (2002), p. 941.

le condizioni e la comprensione dei mercati finanziari, ma anche per le modalità di trattamento delle operazioni in titoli⁶¹. Se a ciò si aggiunge che in termini di volume le posizioni iscritte nel libro del debito erano scese a livelli irrilevanti, si comprende perché l'abolizione di questo strumento fosse inevitabile⁶².

10.4.6 I nuovi principi basati sulla libertà di contrattazione e sulla retribuzione delle prestazioni

La questione concernente la delimitazione dei servizi, di cui si è detto in precedenza, riguardava soprattutto la cerchia delle istituzioni federali beneficiarie e l'entità delle prestazioni che la Banca nazionale doveva eseguire a titolo gratuito. Essa offrì lo spunto per una riorganizzazione dei rapporti d'affari tra Confederazione e BNS nel quadro della revisione della legge sulla Banca nazionale.

La cessazione delle operazioni della BNS con la clientela non bancaria, verso la metà degli anni ottanta, aveva riguardato anche un'impresa in stretti rapporti con la Confederazione. Dopo aver sollecitato un riesame, l'azienda era riuscita a mantenere la posizione di cliente della Banca nazionale soggetto a commissione⁶³. Quando alcuni anni dopo l'impresa chiese una riduzione delle commissioni, la Direzione generale fece riesaminare le relazioni con la Confederazione in materia di servizi e giunse alla conclusione che la legge le attribuiva un certo margine di discrezionalità decisionale. Essa se ne servì per decretare che l'obbligo di contrattazione e la gratuità delle prestazioni non si applicavano all'intero conglomerato delle istituzioni federali, bensì solo alla Confederazione in senso stretto, ossia all'Amministrazione federale e alle istituzioni federali prive di personalità giuridica autonoma, nonché a quelle con particolari legami con la Confederazione. Date le sue crescenti riserve nei confronti delle prestazioni gratuite a favore dello Stato, nella Carta del 1994 la Banca si pose come obiettivo di evitare per quanto possibile che i servizi bancari a favore della Confederazione provocassero distorsioni nel mercato⁶⁴.

Nel 1997 la Direzione generale discusse su come impostare il ruolo della BNS in veste di banchiere della Confederazione, dopo che un'istituzione federale aveva manifestato interesse per servizi di custodia globale, una prestazione fino ad allora inedita. Stimolata dal dibattito su concetti come nuova gestione pubblica, esternalizzazione e privatizzazione, la BNS studiava il

61 Per un approfondimento, cfr. Boemle et al. (2002), p. 941.

62 Messaggio (2002), pp. 5589 segg.

63 BNS, verbale della Direzione generale (1986), 4 settembre, n. 297.

64 BNS, *Carta della BNS* (1994), p. 8.

modo di configurare le relazioni d'affari con la Confederazione secondo criteri economici ottimali. La conclusione fu che di fatto la gratuità era apparente, siccome i servizi gratuiti andavano a scapito degli utili, ossia per due terzi a spese dei Cantoni e per un terzo della Confederazione. Se questo aspetto poteva essere stato trascurato finché non era ricominciata la distribuzione degli utili, ossia sino alla convenzione del 1992, la Direzione generale era ora intenzionata a prestarvi la debita attenzione.

Dal punto di vista della BNS, due aspetti di ordine economico – le distorsioni di mercato e le alterazioni della regola di distribuzione degli utili – suggerivano di limitare le prestazioni gratuite al minimo consentito dalla legge. Tra le varie soluzioni, la BNS aveva anche esaminato la possibilità di essere sostituita da altri fornitori di servizi. Un esperimento simile aveva già dato buoni risultati in passato, ad esempio quando agli inizi degli anni novanta l'asta dei crediti scritturali a breve termine della Confederazione era servita da ultimo banco di prova per la autolimitazione del ruolo della BNS a quello di banca delle banche. Nel 1989 gli alti tassi del mercato monetario avevano accresciuto l'interesse del grande pubblico per questo segmento. Al fine di sottrarsi alle commissioni applicate dalle banche, gli investitori privati sottoscrivevano i crediti scritturali direttamente presso la BNS che prestava i suoi servizi a titolo gratuito. Mentre in passato era affluita alla Banca non più di una dozzina di offerte collettive da parte di banche, il numero delle sottoscrizioni presso la BNS aumentò vertiginosamente, cogliendo impreparata una struttura concepita per operazioni all'ingrosso, tanto più che le disposizioni in materia di identificazione e documentazione della clientela erano state inasprite di recente sulla scia della lotta al riciclaggio di denaro di provenienza illecita e richiedevano ora un maggior impiego di risorse. La Direzione generale prese in esame varie alternative, come l'aumento dell'importo minimo di sottoscrizione, l'introduzione di una commissione, il potenziamento delle risorse interne e la rinuncia all'accettazione di sottoscrizioni da parte del pubblico. La soluzione fu ancora una volta rinviata per il timore di giudizi sanzionatori da parte del pubblico a causa di una sua attività collaterale e di contrasti con il Dipartimento delle finanze, che vedeva di buon occhio la partecipazione del grande pubblico nella speranza di poter ridurre l'onere degli interessi. I partner contrattuali decisero infine che PostFinance si sarebbe occupata dell'offerta al pubblico di depositi a termine della Confederazione e che la BNS, in quanto banca delle banche, si sarebbe limitata dal 1993 al suo ruolo di operatore all'ingrosso anche nel comparto delle nuove emissioni.

PostFinance subentrò alla BNS nuovamente nel 2004 quando l'esercizio svizzero, in seguito ad abusi da parte del personale militare, stava cercando

una soluzione più adeguata per il regolamento dei pagamenti in contante. In quanto operatore del sistema di pagamenti al dettaglio, essa poteva offrire soluzioni «su misura» a costi ragionevoli. Per contro, con la sua vocazione all'ingrosso la BNS, che fino ad allora aveva fornito questa prestazione, non era più in grado di soddisfare le moderne esigenze dei servizi di pagamento alla clientela a costi accettabili.

Verso la fine degli anni novanta, allorché stava prendendo forma il progetto di revisione totale della legge sulla Banca nazionale, la BNS riesaminò a fondo il suo ruolo di banchiere della Confederazione e fece suoi i principi basati sulla libertà di contrattazione e sulla onerosità delle prestazioni, principi che vennero poi recepiti nella nuova legge. Di conseguenza, la Banca nazionale non è più tenuta ad eseguire incondizionatamente le istruzioni della Confederazione in materia di operazioni bancarie, ma può negoziare i termini dell'incarico come partner paritetico delle autorità federali. Peraltro, non le è consentito di negare, in linea di principio o senza motivazione, i suoi servizi bancari alla Confederazione⁶⁵. La BNS ha l'obbligo di fornire tali servizi nel caso in cui la Confederazione non trovi una soluzione sostitutiva equivalente. L'Amministrazione federale mantiene, come in precedenza, la libertà di scegliere il fornitore di servizi; se si avvale della BNS deve assicurarle un adeguato compenso. Nel 2006 le istituzioni federali avevano versato alla Banca nazionale circa 3 milioni di franchi per la fornitura di servizi bancari.

Sulla decisione della BNS di adottare i suddetti principi non avevano influito considerazioni di reddito. La sua situazione finanziaria era migliorata enormemente grazie all'accumulo di ingenti riserve valutarie fruttifere a partire dal 1970 e presentava sostanziali differenze rispetto a quella dei primi decenni della sua esistenza, quando i servizi per la Confederazione costituivano un onere pesante⁶⁶. La decisione originava piuttosto dal convincimento, motivato da criteri di politica economica e rafforzatosi nel tempo, secondo cui era preferibile che la Confederazione ottenesse i servizi bancari a condizioni competitive, così che i costi ne mitigassero l'appetito⁶⁷. Le ragioni che un tempo potevano aver giustificato il principio della gratuità non erano più pertinenti: il concetto secondo cui la prestazione di servizi a titolo gratuito era la contropartita del monopolio dell'emissione concesso alla BNS non era sostenibile di fronte all'ingente ammontare di utili distribuiti. Inoltre,

65 *Messaggio* (2002), pp. 5461 seg.

66 *Jöhr* (1915), p. 359.

67 *Messaggio* (2002), pp. 5459 seg.

l'infrastruttura del sistema bancario svizzero si era frattanto sviluppata a tal punto che la fornitura di prestazioni bancarie alla Confederazione non poteva più essere considerata come una funzione pubblica che la BNS era obbligata ad assolvere⁶⁸.

10.4.7 Il divieto di concedere crediti allo Stato

All'atto della revisione della legge sulla Banca nazionale, la BNS si era adoperata affinché la norma che le vieta di erogare crediti allo Stato fosse definita in modo più chiaro. Tale divieto è un principio unanimemente riconosciuto e mira ad evitare che la banca centrale finanzi il bilancio dello Stato mediante il ricorso alla stampa di banconote, accrescendo in tal modo la massa monetaria e le pressioni inflazionistiche. Nella precedente legge esso si celava dietro una formulazione risalente ai progetti legislativi del 1896 e 1899⁶⁹, in base alla quale la BNS effettuava pagamenti a terzi per conto della Confederazione «sino a concorrenza del conto attivo di questa» (art. 15 cpv. 1 vLBN). Del resto, già pochi anni dopo la fondazione della Banca, la Direzione generale aveva deciso di scontare titoli pubblici emessi dalla Confederazione, dai Cantoni e dai Comuni. L'autorizzazione formale le fu riconosciuta a *posteriori* con la revisione della legge del 1911. Queste operazioni svolsero un ruolo importante soprattutto durante la prima guerra mondiale e la crisi economica degli anni trenta, e spesso la BNS acquistava i titoli direttamente dal mutuatario⁷⁰. Se gli acquisti della banca centrale sul mercato secondario dei titoli di Stato non è mai stato oggetto di contestazione da parte di osservatori critici, è ormai generalmente considerato problematico il caso in cui lo Stato emetta titoli espressamente destinati al loro acquisto da parte della banca centrale. Un esempio tratto dalla storia della BNS ne evidenzia le ragioni: durante la prima guerra mondiale l'acquisizione diretta di titoli della Confederazione da parte della BNS aveva gonfiato a tal punto la circolazione monetaria da provocare un'impennata dei prezzi a fine guerra (cfr. 1.4)⁷¹.

Tuttavia, anche dopo il secondo conflitto mondiale la BNS concesse talora crediti alla Confederazione, che in retrospettiva appaiono discutibili, sebbene per la loro entità e finalità avessero avuto effetti molto meno gravosi di quelli accordati durante la prima guerra mondiale. Tali operazioni vanno viste alla luce del difficile contesto creatosi sotto il regime dei tassi di cambio fissi: nel momento in cui la Banca nazionale cercava di contrastare il surriscaldamento

68 Messaggio (2002), p. 5456.

69 Message (1904), p. 452.

70 BNS (1957), pp. 172 segg.

71 BNS (1982), p. 28.

dell'economia con un rialzo dei tassi, dall'estero affluiva liquidità che minacciava di neutralizzare la politica restrittiva; non esistevano rischi di cambio che potessero disincentivare gli arbitraggi internazionali di tasso di interesse. Vi si aggiungeva il fatto che, per motivi politici, già a quell'epoca le pigioni erano agganciate ai tassi ipotecari, per cui un aumento dei tassi provocava anzitutto una spinta inflazionistica prima ancora di moderare la dinamica dell'attività economica e dei prezzi.

In tale situazione la BNS cercò ripetutamente di rinviare un innalzamento dei tassi di interesse⁷². Siccome i diversi comparti del mercato dei capitali funzionano come vasi comunicanti, essa era costretta a intervenire in tutti i segmenti e quindi anche sul mercato obbligazionario⁷³. Due ragioni la inducevano a concentrarsi sui titoli della Confederazione: da un lato, ciò le consentiva di influire direttamente sul rendimento medio delle obbligazioni federali, che all'epoca rappresentavano il più importante indicatore dei tassi di interesse; dall'altro, in quanto capofila del consorzio di collocamento, la BNS si sentiva responsabile del successo dell'operazione. In presenza di tassi crescenti, risultava talvolta difficile piazzare l'intero volume di titoli, perché le cedole e il prezzo di emissione non erano più conformi al mercato. Questo derivava dal fatto che per esigenze tecniche la Confederazione doveva rendere noti i termini dell'operazione con qualche giorno di anticipo sulla data di sottoscrizione. Dall'insuccesso di un collocamento gli operatori erano facilmente indotti a dedurre che l'ascesa dei tassi di interesse sarebbe continuata. Per contrastare questa tendenza, la BNS interveniva a sostegno del mercato mediante acquisti di obbligazioni in borsa.

La sottovalutazione del franco all'epoca del crollo del regime di cambi fissi aveva alimentato aspettative di un suo apprezzamento che prolungarono per diverso tempo gli afflussi di fondi dall'estero. Anche dopo il 1973 la BNS continuò dunque ad intervenire sul mercato dei capitali e in talune occasioni acquistò addirittura la quota non sottoscritta di titoli federali o cantonali. Ad esempio, nel 1977 confluirono nel portafoglio della Banca nazionale tre quarti di un prestito federale di 500 milioni di franchi⁷⁴. Una parte fu temporaneamente collocata presso la Tesoreria federale. La Banca temeva che l'efficacia della sua politica di intervento sarebbe stata compromessa se il pubblico fosse venuto a conoscenza di queste transazioni attraverso la periodica pubblicazione dei suoi bilanci⁷⁵. Dai verbali non risulta che la Direzione generale si sia

72 BNS (1982), pp. 187 seg.

73 BNS, verbale della Direzione generale (1979), 15 febbraio, n. 125/1.

74 BNS, verbale della Direzione generale (1977), 4 agosto, n. 555/2.

75 BNS, verbale della Direzione generale (1977), 30 marzo, n. 244/1, 9 giugno, n. 413/1.

posta qualche problema nel procedere a simili manipolazioni, anche se con ogni probabilità il legislatore del 1904 aveva concepito il divieto di erogare credito in senso più ampio di quanto non risultasse dalla sobria formulazione della legge. In ogni caso, nel messaggio che accompagnava il progetto del 1899 si leggeva che non era consentito alla BNS acquistare obbligazioni federali direttamente all'emissione⁷⁶.

Tuttavia, due eventi tra loro disgiunti provocarono una svolta sorprendentemente rapida. Nel gennaio 1980, con l'introduzione da parte della Banca nazionale del procedimento d'asta per le emissioni di titoli federali, venne meno una delle cause all'origine dei suoi interventi, ossia l'intervallo di tempo che intercorreva tra la fissazione del prezzo e l'assegnazione delle obbligazioni ai sottoscrittori. Era anche esclusa la possibilità di un insuccesso dell'operazione, dato che con il nuovo sistema venivano assegnate tante obbligazioni quante gli operatori erano disposti ad acquistare al prezzo d'asta.

In un primo tempo, la Direzione generale continuò a intervenire sul mercato nell'intervallo tra le date di emissione, ma ben presto la BNS modificò anche questa prassi, quando decise di accrescere la massa monetaria con operazioni di mercato aperto, intervenendo in acquisto sul mercato obbligazionario del franco (cfr. 8.1.3). Nell'elaborare la nuova strategia, il gruppo di lavoro incaricato era pervenuto alla conclusione che le operazioni di mercato aperto non dovevano possibilmente alterare il funzionamento del mercato, poiché acquisti troppo aggressivi avrebbero potuto provocare distorsioni nella struttura e nella tendenza dei tassi di interesse, rendendo quindi difficile un'analisi della situazione ai fini della politica monetaria. Visti in quest'ottica, anche gli interventi in acquisto allora effettuati per influire sul mercato obbligazionario si collocavano in una luce diversa, e il gruppo di lavoro raccomandava di riconsiderare questa prassi. Di lì a breve, la Direzione generale decretò che tali interventi erano in contrasto con la politica delle BNS⁷⁷ e non ritornò sull'argomento. Essa voleva assolutamente evitare che gli acquisti di mercato aperto fossero interpretati come uno strumento per finanziare i disavanzi dell'amministrazione pubblica⁷⁸. Pertanto, verso la metà degli anni ottanta furono varate direttive interne che limitavano al mercato secondario gli interventi in acquisto della BNS, e a partire dal 1995 le istruzioni destinate agli operatori precisavano esplicitamente che gli acquisti non dovevano facilitare l'indebitamento dello Stato⁷⁹.

76 Message (1899), p.355.

77 BNS, verbale della Direzione generale (1981), 12 marzo, n. 152/4.

78 *Ibidem*.

79 BNS, verbale della Direzione generale (1995), 19 ottobre, n. 427.

L'epilogo di questi sviluppi coincise con la revisione totale della legge sulla Banca nazionale che traduceva in un chiaro dettato di legge il divieto di erogare credito. La sua formulazione, ispirata al diritto europeo, escludeva qualsiasi ambiguità: «La Banca nazionale non può concedere né crediti né scoperti di conto alla Confederazione, né acquistare all'emissione titoli di Stato» (art. 11 cpv. 2 LBN).

10.5 La Banca nazionale si confronta con il suo ruolo nella seconda guerra mondiale

PETER KLAUSER

10.5.1 Introduzione

Verso la metà degli anni novanta, il ruolo svolto dalla Svizzera durante la seconda guerra mondiale è tornato improvvisamente alla ribalta sia all'interno del Paese che all'estero. Al centro del dibattito – oltre alla politica della Confederazione nei confronti dei rifugiati – vi erano le relazioni finanziarie della Svizzera durante la guerra. Fu portata in discussione tutta una serie di questioni: entità e sorte dei beni patrimoniali appartenuti alle vittime del regime nazionalsocialista e depositati in Svizzera prima o durante la seconda guerra mondiale (i cosiddetti beni in giacenza), le transazioni in oro della Banca nazionale durante quel periodo e i patrimoni nazisti trasferiti in Svizzera. Nel 1996 le pressioni esercitate sulla Svizzera – in particolare da Inghilterra e Stati Uniti – si fecero più insistenti. Le pesanti critiche mosse al suo operato sfociarono nella richiesta di chiarimenti sulle questioni ancora irrisolte e di riparazioni a beneficio delle vittime del nazionalsocialismo e dei loro discendenti⁸⁰.

In una situazione che stava assumendo sempre più i contorni di una crisi di politica interna ed estera, gli ambienti coinvolti reagirono a vari livelli: nel maggio 1996 l'Associazione svizzera dei banchieri firmò un protocollo d'intesa con la World Jewish Restitution Organization, il World Jewish Congress e la Jewish Agency con cui veniva istituito un comitato (*Independent Committee of Eminent Persons*, ICEP). Ad esso fu affidato l'incarico di controllare la ricerca nelle banche svizzere dei beni patrimoniali i cui titolari non avevano dato più notizie, e di proporre una procedura per la valutazione delle pretese vantate nei confronti di tali patrimoni⁸¹. La commissione era

80 Cfr. Maissen (1997), p. 13.

81 Cfr. Maissen (2005), pp. 214 segg.

presieduta dall'ex presidente del Federal Reserve Board degli Stati Uniti, Paul Volcker, dal quale prese il nome di Comitato Volcker. Nell'ottobre 1996 il Consiglio federale istituì una *task force* con il compito di tutelare gli interessi svizzeri nella questione degli averi patrimoniali delle vittime del nazismo, attraverso una comunicazione attiva con i gruppi di riferimento, e di coordinare l'attività dei diversi organi coinvolti. Nel dicembre 1996 i due rami del Parlamento approvarono un decreto federale con cui venivano create le basi per un ampio mandato da conferire alla «Commissione Indipendente d'Esperti – Seconda Guerra Mondiale (CIE)», chiamata anche Commissione Bergier, che avrebbe dovuto indagare sulle relazioni economiche e finanziarie della Svizzera con le potenze belligeranti⁸².

10.5.2 La ricostruzione storica delle transazioni in oro della Banca nazionale durante la seconda guerra mondiale

La Direzione generale apprezzò le iniziative intraprese e si prefisse a sua volta di fornire un rilevante contributo agli studi di ricerca sulle transazioni in oro compiute dalla BNS durante il secondo conflitto mondiale. Nell'autunno 1996 un gruppo di lavoro guidato dall'allora vicepresidente della Direzione generale, Jean-Pierre Roth, effettuò dapprima una sistematica rilevazione quantitativa delle transazioni in oro della BNS in quel periodo sulla base dell'inventario delle giacenze, e procedette in seguito a una completa rielaborazione dei documenti di archivio, in modo da renderli accessibili in forma chiaramente comprensibile ai ricercatori della Commissione Bergier e ad altri ambienti interessati.

Nel marzo 1997 la Banca nazionale presentò al pubblico una statistica completa delle sue operazioni sull'oro durante la seconda guerra mondiale, in cui erano comprese non solo le transazioni compiute dalla BNS a nome proprio in Svizzera e all'estero, ma anche i movimenti nei depositi in oro detenuti da banche centrali straniere presso la BNS a Berna. Dai dati rilevati risultava che durante la guerra la Banca nazionale aveva effettuato acquisti netti di oro dalle potenze dell'Asse (Germania, Italia e Giappone) per un ammontare complessivo equivalente a 1355 milioni di franchi e dagli Alleati per 1823 milioni. Nel periodo dal 1939 a metà 1945 le disponibilità auree della Svizzera si erano accresciute di 2122 milioni di franchi. L'aumento si era tradotto in depositi di oro effettuati a New York, Londra e Ottawa, che nel frattempo erano stati bloccati, mentre erano leggermente diminuiti i collocamenti in Svizzera. Oltre a ciò, la

82 Decreto federale concernente le ricerche storiche e giuridiche sulla sorte degli averi giunti in Svizzera a causa del regime nazionalsocialista, RU 1996 3487.

Deutsche Reichsbank e altre banche centrali europee detenevano depositi presso la BNS di Berna destinati ad agevolare i pagamenti reciproci. Tra il 1939 e il 1945, la Reichsbank effettuò trasferimenti di oro sul suo deposito a Berna per un importo di 1655 milioni di franchi, di cui 251,3 tonnellate, equivalenti a 224 milioni, furono acquistate dalla BNS. L'ammontare restante fu impiegato dalla Germania per pagamenti a favore del Portogallo, della Svezia e di altri Stati⁸³. Le statistiche presentate dalla BNS confermarono sostanzialmente i dati quantitativi sulle operazioni in oro compiute dalla BNS con la Reichsbank che studiosi svizzeri avevano già pubblicato verso la metà degli anni ottanta, allo scadere del periodo di non consultabilità degli archivi federali⁸⁴.

Nel maggio 1998 la Commissione Bergier pubblicò un rapporto intermedio sulle transazioni in oro della BNS durante la seconda guerra mondiale. Questo rapporto, che si basava tra l'altro sul materiale statistico fornito dalla BNS, a sua volta verificato dalla Commissione, esprimeva un giudizio alquanto critico nei confronti della politica monetaria svizzera di allora. Esso rimproverava, in particolare, alla Direzione generale dell'epoca di aver mantenuto la convertibilità aurea del franco senza tener conto delle conseguenze politiche e morali di quella strategia. La Commissione Bergier si era soffermata in modo particolare sulla giustificazione che la BNS aveva fornito alla fine della guerra riguardo alle operazioni condotte con la Deutsche Reichsbank (cfr. 1.7). La sua conclusione fu che le argomentazioni basate sulla buona fede, la neutralità e l'effetto dissuasivo delle transazioni in oro non erano convincenti⁸⁵.

La Direzione generale riconobbe la qualità e l'accuratezza dello studio condotto dagli estensori del rapporto intermedio sull'oro. Nella sua presa di posizione ufficiale aveva espresso il parere, in sintonia con la Commissione Bergier, che sulla questione della buona fede la Direzione generale di allora avesse avuto una visione miope e che la sua interpretazione del diritto internazionale fosse stata troppo restrittiva. D'altra parte, a giudizio della Banca nazionale la Commissione avrebbe dovuto considerare anche la possibilità che la Direzione generale dell'epoca avesse inconsapevolmente sottovalutato il suo margine di manovra. Inoltre, la BNS rilevava che l'assenza di un'analisi approfondita della politica economica svizzera durante la guerra costituiva una lacuna del rapporto⁸⁶.

83 Cfr. Roth (1997), p. 1, nonché per i tassi di conversione, CIE (2002a), p. 52.

84 Cfr. Durrer (1984), p. 203; Vogler (1985), p. 70; Rings (1985), pp. 197 seg. Queste pubblicazioni facevano a loro volta riferimento a un rapporto della Direzione generale della Banca nazionale svizzera del 16 maggio 1946 sulle transazioni in oro tra la Banca nazionale svizzera e la Deutsche Reichsbank durante la guerra mondiale 1939–45.

85 CIE (1998), p. 129 segg.

86 Cfr. Roth (1998), p. 2.

Come emerse inoltre dal rapporto intermedio della Commissione Bergier, la Deutsche Reichsbank aveva trasferito dai campi di concentramento sul suo deposito presso la Banca nazionale un quantitativo di oro maggiore di quanto supposto fino ad allora. Uno studio del Dipartimento di Stato americano aveva stimato in 37 kg la quantità di oro proveniente dai campi di concentramento e trasferita attraverso il cosiddetto conto Melmer ai paesi neutrali⁸⁷. Per contro, secondo la Commissione Bergier, le forniture della Reichsbank sul suo deposito presso la BNS comprendevano 119,5 kg di oro affluito dai campi di concentramento e fuso in barre⁸⁸. Il rapporto confermava comunque che a quell'epoca la Direzione generale non poteva conoscere la provenienza di quel metallo. Nella dichiarazione ufficiale del 18 giugno 1998, la BNS deplorava profondamente il fatto che il marasma della guerra avesse potuto coinvolgere in quel modo la Banca nazionale negli orrori dell'olocausto⁸⁹.

In considerazione di talune carenze mostrate dal rapporto intermedio della Commissione Bergier, la Direzione generale aveva giudicato opportuno un approfondimento degli aspetti economici. Nel marzo 1999 la BNS pubblicò uno studio di due collaboratori scientifici sui retroscena monetari delle transazioni in oro nella seconda guerra mondiale. Lo studio rivelava che nella conduzione della politica monetaria durante quel periodo i responsabili della Banca nazionale avevano perseguito soprattutto tre obiettivi: preservare la fiducia nel franco svizzero, evitare un eccessivo aumento dell'inflazione e garantire la solvibilità internazionale della Svizzera per consentire l'approvvigionamento del Paese con beni di prima necessità. Essi vedevano nel mantenimento della convertibilità in oro del franco anche in tempo di guerra il presupposto fondamentale per il conseguimento di questi obiettivi. Lo studio concludeva che la Banca nazionale era riuscita nel complesso a realizzare i suoi obiettivi. Il risvolto della medaglia erano i connessi acquisti di oro dalla Reichsbank, la cui provenienza con il protrarsi della guerra appariva sempre più dubbia. Secondo l'opinione degli autori, nel corso del 1943 la BNS aveva ottenuto un margine di manovra monetaria che le avrebbe consentito di ridurre più rapidamente le operazioni in oro con la Reichsbank. Il fatto che tale margine non sia stato sfruttato va attribuito, scrivono gli autori, a un'errata valutazione da parte dei vertici della Banca degli aspetti politici, giuridici e morali di tali transazioni⁹⁰.

87 Cfr. Eizenstat (1997), p. 168.

88 CIE (1998), p. 209; CIE (2002a), p. 69, per la cifra esatta.

89 Cfr. Roth (1998), p. 3.

90 Cfr. Crettol e Halbeisen (1999), pp. 53 segg.

La BNS mise lo studio a disposizione della Commissione Bergier come contributo alla ricerca. Le sue risultanze confluirono nel rapporto finale della Commissione sulla Svizzera e le transazioni in oro durante la seconda guerra mondiale, pubblicato nella primavera del 2002⁹¹. In quell'occasione la Direzione generale espresse nuovamente il suo rammarico per il fatto che gli allora dirigenti della Banca non avessero attribuito grande importanza al problema dell'oro saccheggiato⁹². La Commissione Bergier concluse il suo mandato a fine dicembre 2001. La sintesi del rapporto finale della Commissione, distribuito in quattro lingue nel marzo 2002, trattava nuovamente in forma concisa le transazioni in oro compiute dalla BNS durante la seconda guerra mondiale⁹³.

10.5.3 Il contributo della Banca nazionale al Fondo per le vittime dell'olocausto

Verso la fine del 1996 e agli inizi del 1997 si moltiplicarono le critiche mosse dall'estero al trattamento riservato dalle banche svizzere ai patrimoni in giacenza. Negli Stati Uniti talune autorità cominciarono a prospettare sanzioni e forme di boicottaggio nei confronti di imprese svizzere⁹⁴. Il 5 febbraio 1997 le grandi banche svizzere resero noto che avrebbero versato congiuntamente 100 milioni di franchi in un fondo a favore delle vittime dell'olocausto. Successivamente, il 26 febbraio, il Consiglio federale approvò un'ordinanza che prevedeva l'istituzione di un «Fondo speciale a favore delle vittime dell'Olocausto/Shoa bisognose d'aiuto»⁹⁵; ma escluse un contributo finanziario della Confederazione, non volendo anticipare le conclusioni cui sarebbe pervenuta la Commissione Bergier.

Per la Direzione generale si poneva il quesito se la Banca nazionale dovesse partecipare al finanziamento del Fondo. Le transazioni in oro della BNS durante la seconda guerra mondiale erano già state oggetto dell'Accordo di Washington del 25 maggio 1946, in base al quale la Svizzera si era impegnata a partecipare alla ricostruzione dell'Europa con un contributo di 250 milioni di franchi, di cui 100 milioni erano stati stanziati dalla BNS (cfr. 2.2.3). In contropartita, gli Alleati avevano rinunciato a ogni altra pretesa sull'oro che la Svizzera aveva ricevuto dalla Germania durante la guerra. La BNS seguiva con preoccupazione il crescente dibattito pubblico che agli inizi del 1997 investiva nuovamente le sue operazioni in oro durante la seconda guerra

91 CIE (2002a), pp. 145, 246.

92 BNS, comunicato stampa (1999), 25 marzo, p. 2.

93 CEI (2002b), pp. 243–260.

94 Cfr. Maissen (2005), pp. 290, 295.

95 RU 1997 811.

mondiale. Un rapporto del Ministero degli esteri britannico aveva riaperto la questione dei negoziati intercorsi tra la delegazione svizzera e gli Alleati nella primavera del 1946 a Washington, lasciando intendere che, con un versamento di 250 milioni di franchi pagato a saldo di ogni debito, la Svizzera se l'era cavata fin troppo bene, tenuto conto degli avvertimenti inviati dagli Alleati già dal 1943 sulla provenienza degli averi confiscati dai nazisti⁹⁶. Per la Direzione generale non vi era dubbio che i negoziati dell'Accordo di Washington tra Svizzera e paesi alleati fossero stati condotti con cognizione di causa circa le operazioni in oro condotte tra la Reichsbank e la BNS⁹⁷, e non vi era quindi motivo di ritornare sull'argomento⁹⁸. Nondimeno, la Direzione generale decise di fornire un contributo di 100 milioni di franchi al Fondo svizzero per l'olocausto. Fu indotta a questo passo soprattutto da sentimenti di solidarietà nei confronti di persone che alla fine del ventesimo secolo soffrivano ancora per le conseguenze della dittatura nazista, ma anche da alcuni punti oscuri nella condotta dei responsabili della banca centrale svizzera durante la seconda guerra mondiale. La Banca nazionale rese di dominio pubblico la sua decisione il 5 marzo 1997, in concomitanza con il discorso tenuto dal presidente della Confederazione Koller (cfr. 9.3.1).

L'ammontare del contributo finanziario della Banca nazionale fu stabilito sulla base degli introiti che la BNS aveva ricavato dalle sue transazioni auree con la Reichsbank e che si aggiravano allora intorno a 20 milioni di franchi. Questo importo aveva potuto essere desunto grazie alla sistematica ricostruzione delle fonti interne. Poiché il prezzo dell'oro in franchi svizzeri era aumentato di tre volte e mezzo tra il 1940 e il 1997, la BNS aveva stimato il valore di questo patrimonio addizionale in 70 milioni di franchi. In considerazione della natura umanitaria del Fondo e del contributo fornito da altri importanti donatori, la Direzione generale ritenne adeguata una partecipazione della BNS nella misura di 100 milioni di franchi⁹⁹. Il Consiglio federale accolse con favore il contributo della Banca nazionale come provvedimento immediato con cui la Svizzera ufficiale si associava all'impegno dell'economia privata a favore delle vittime indigenti dell'olocausto.

Basandosi sulle argomentazioni del servizio giuridico della BNS e del parere dell'Ufficio federale di giustizia, la Direzione generale e il Consiglio

96 Rapporto Rifkind (1996), pp.7 segg. Tuttavia, questo rapporto aveva erroneamente stimato in 2,2 miliardi di franchi (anziché 1,2 miliardi) le forniture tedesche di oro alla Svizzera: cfr. in proposito Maissen (2005), p. 228.

97 Così come confermato in seguito dalle risultanze della Commissione Bergier: CIE (1998), pp. 203 segg.

98 BNS, 90° Rapporto di gestione 1997, p. 50.

99 Messaggio (1997), p. 1107.

federale erano giunti alla conclusione che la legge sulla Banca nazionale non offriva una base giuridica sufficiente per giustificare un tale contributo. Piuttosto, la prestazione pecuniaria, che ammontava pur sempre a un sesto dell'utile annuo distribuito a quel tempo (cfr. 8.4.4), era considerata alla stregua di un nuovo compito pubblico della Banca nazionale con cui dovevano essere perseguiti essenzialmente obiettivi di politica estera. Questa valutazione era suffragata dal fatto che l'allora partecipazione della BNS all'indennizzo di 250 milioni di franchi versato nel quadro dell'Accordo di Washington del 1946 era stata autorizzata dai due rami del Parlamento nella forma di un decreto federale semplice (cfr. 2.2.3)¹⁰⁰. Di conseguenza, con un messaggio del 25 giugno 1997 il Consiglio federale sottopose al Parlamento il progetto per un decreto federale di portata generale che avrebbe creato la base giuridica necessaria per la partecipazione della BNS al Fondo per l'olocausto. Nel messaggio il Consiglio federale precisava che le argomentazioni a favore del contributo della BNS non volevano in alcun modo precorrere le indagini della Commissione Bergier. Nel testo si leggeva addirittura che nella misura in cui conteneva valutazioni su eventi storici ormai noti, il messaggio rifletteva l'opinione della BNS. Il Consiglio federale si riservava formalmente di esprimere un giudizio definitivo in seguito¹⁰¹.

Nel corso delle audizioni dinanzi alla Commissione degli affari giuridici del Consiglio nazionale a fine agosto 1997, i professori Leo Schürmann e Peter Nobel sostennero una tesi giuridica che si discostava dalla linea adottata dal Consiglio federale e dalla Banca nazionale. Essi argomentarono che le basi legali per la prestazione del previsto contributo risiedevano nella natura giuridica della BNS, quale società anonima costituita secondo norme speciali del diritto federale, e nella responsabilità della BNS per la salvaguardia della sua reputazione. La Banca nazionale poteva pertanto agire nell'ambito delle sue competenze in quanto il contributo, per le sue connessioni con le operazioni in oro della seconda guerra mondiale, rientrava tra i suoi scopi societari, rivestiva chiaramente un interesse generale e il suo ammontare appariva congruo. Nel corso dell'audizione il professor Daniel Thürer aveva a sua volta sostenuto che al Parlamento si offrivano due possibilità: autorizzare il contributo della Banca nazionale al Fondo per l'olocausto sulla base di un decreto federale di portata generale oppure, nel riconoscimento di una specifica competenza in materia della BNS, rinunciare a una propria deliberazione.

100 FF 1946 III 989, RU 1946, pp. 1061 seg.

101 Messaggio (1997), p. 1107.

La Commissione degli affari giuridici condivise a maggioranza l'interpretazione dei professori e decise di non accogliere la proposta del Consiglio federale. Altrettanto fecero le assemblee plenarie del Consiglio nazionale e del Consiglio degli Stati con decreti rispettivamente del 29 settembre e 7 ottobre 1997¹⁰². Nel dibattito del Consiglio nazionale non mancarono toni polemici: alla BNS fu rimproverato di non avere il coraggio delle proprie idee e di voler in certa misura scaricare la «sua responsabilità nel guardaroba del Parlamento»¹⁰³. Fu fatto notare che in altre circostanze la BNS aveva saputo far valere la sua autonomia e responsabilità. Il Parlamento temeva manifestamente la possibilità che il contributo al Fondo da parte della BNS – a causa del crescente malumore dell'opinione pubblica per le pressioni esercitate dall'estero – venisse respinto da un eventuale referendum popolare contro il decreto federale. Un consigliere agli Stati espresse apertamente questa opinione, osservando che la fiducia della popolazione nel Parlamento non ne sarebbe uscita rafforzata¹⁰⁴. Nel dibattito parlamentare emerse comunque un ampio consenso a favore del contributo della Banca nazionale al Fondo.

La Direzione generale si era preparata in vista di questo esito e già nella seduta del 31 ottobre 1997 aveva incaricato il Consiglio di banca di autorizzare un deposito di 100 milioni di franchi nel Fondo per l'olocausto. Essa pose in rilievo che, nell'adottare fin dall'inizio una linea di condotta volutamente prudente, la BNS aveva voluto evitare di esporsi all'accusa di non disporre di una sufficiente legittimazione democratica per effettuare un contributo politicamente così delicato. Se ora il Parlamento riteneva inutile una procedura legislativa per tale deposito, la BNS si sentiva legittimata a decidere in autonomia il previsto contributo sulla base delle proprie competenze¹⁰⁵. Il Consiglio di banca approvò il contributo, e il 3 novembre 1997 la Banca nazionale trasferì l'importo sul conto del Fondo per l'olocausto.

Insieme ai contributi dell'economia privata furono raccolti complessivamente 275 milioni di franchi che unitamente agli interessi maturati portarono la dotazione del Fondo a 295 milioni. Il Fondo impiegò questi mezzi per fornire aiuti finanziari a persone bisognose che per ragioni di razza, religione, fede politica e per altre motivazioni erano state perseguitate o comunque vittime dell'olocausto/shoa, nonché ai loro discendenti in stato di necessità, prestando particolare attenzione ai paesi dell'Est europeo. La distribuzione degli aiuti avvenne nell'arco di quattro anni. Nel 1998 la BNS si assunse

102 Boll. Uff. CN (1997), p. 1792 segg., 1805; Boll. Uff. CS (1997), pp. 913 segg., 922.

103 Intervento CN Grendelmeier, Boll. uff. CN (1997), p. 1798.

104 Intervento CS Rhinow, Boll. uff. CS (1997), p. 918.

105 BNS, Beitrag der SNB (1997).

ancora le spese, ammontanti a 2,5 milioni di franchi, per la revisione esterna del Fondo per l'olocausto¹⁰⁶.

10.5.4 Patrimoni in giacenza presso la Banca nazionale

La legge sulla Banca nazionale del 1905 autorizzava la BNS a effettuare, entro certi limiti, operazioni con soggetti privati residenti in Svizzera e all'estero. Questo ambito di attività, che nei primi anni la Banca considerava come settore operativo complementare¹⁰⁷, fu definitivamente abbandonato verso la metà degli anni ottanta, in quanto sostanzialmente estraneo alle funzioni proprie di una banca centrale (cfr. 10.4.4).

Nel quadro delle sue ampie ricerche storiche sulle relazioni finanziarie durante la seconda guerra mondiale, nella primavera del 1977 la Banca aveva individuato una serie di conti, depositi e cassette di sicurezza che potevano a loro volta rientrare nella problematica dei patrimoni per i quali non si aveva più notizia dei proprietari. Questi averi potevano essere suddivisi in tre categorie:

- patrimoni in giacenza che la BNS aveva notificato all'Ufficio di giustizia del Dipartimento federale di giustizia e polizia, ai sensi del decreto federale del 20 dicembre 1962 concernente averi in Svizzera di stranieri o apolidi perseguitati per cause razziali, religiose o politiche¹⁰⁸. Vi figuravano quattro casi: tre conti per un ammontare complessivo di circa 28 000 franchi e un deposito con un numero ormai imprecisabile di monete d'oro. I corrispondenti valori erano a suo tempo confluiti nel «Fondo di averi non successibili»¹⁰⁹;
- averi di ex clienti nazionali ed esteri trasferiti su conti propri della Banca: si trattava di otto casi per un importo totale di 15 000 franchi circa, di cui 11 000 riconducibili a clientela estera;
- documentazione ancora esistente nel 1997 relativa a due cassette di sicurezza risalenti al periodo 1925–1945, nelle quali non erano stati rivenuti valori patrimoniali ma solo documenti.

Dal punto di vista della Direzione generale, appariva problematico il trattamento dei crediti trasferiti sui conti propri della Banca. In realtà, la maggioranza dei casi riguardava residenti svizzeri o trasferimenti effettuati prima del 1934, per cui si poteva escludere un collegamento tra quei clienti e le persecuzioni da parte del regime nazista in Germania. In più, il trasferimento su

¹⁰⁶ BNS, *91° Rapporto di gestione 1998*, p. 82.

¹⁰⁷ BNS (1932), p. 266.

¹⁰⁸ RU 1963 443

¹⁰⁹ *Messaggio* (1974), p. 47.

conti propri corrispondeva a una prassi usuale a quell'epoca. Nondimeno, la Direzione generale decise di informare il pubblico sui risultati delle ricerche, sottolineando che i diritti delle persone coinvolte e dei loro eredi erano preservati¹¹⁰. Inoltre, mise il suo rapporto investigativo a disposizione della Commissione Bergier.

Poco tempo dopo, a fine giugno 1997, il Comitato Volcker, la Commissione federale delle banche (CFB) e l'Associazione svizzera dei banchieri concordarono una procedura per la valutazione delle richieste avanzate nei confronti di patrimoni in giacenza presso banche svizzere depositati prima o durante la seconda guerra mondiale. A tal fine, fu istituito un apposito tribunale arbitrale (Claims Resolution Tribunal, CRT) con sede a Zurigo¹¹¹. Il giorno stesso la CFB inviò una circolare alle banche con l'istruzione di redigere un elenco di tutti i beni in giacenza, depositati presso di loro prima del 9 maggio 1945, e di notificarlo a una società di revisione appositamente designata, per consentire di rendere noti in tutto il mondo i nominativi dei clienti.

Sebbene la BNS, in quanto banca centrale, non rientrasse tra i destinatari della circolare della CFB, essa decise di aderire all'invito e di partecipare, a sue spese, alla procedura arbitrale della CFB. Diversamente dalle banche commerciali, che dovevano ricorrere allo «scudo CFB» per la pubblicazione dei nomi di clienti privati, la BNS non doveva affrontare i problemi legali connessi con la tutela del segreto bancario. Essa poteva applicare, per analogia, il regolamento della Confederazione che prevedeva un periodo di sospensione di 35 anni per l'accesso ai documenti di archivio.

Successivamente, la BNS comunicò l'esistenza di nove relazioni bancarie con clienti privati di cui mancava qualsiasi notizia; i nomi dei titolari figuravano negli elenchi dei patrimoni in giacenza pubblicati in tutto il mondo il 23 luglio 1997 e il 29 ottobre 1997. Nei confronti delle nove segnalazioni furono complessivamente avanzate tredici richieste. Di queste, la CFB ne accolse due che, come prevedibile, non avevano alcuna attinenza con l'olocausto. In un caso la BNS fu in grado di versare la somma di denaro in questione all'erede del depositante originario, mentre nell'altro mise a disposizione degli eredi legittimi il contenuto della cassetta di sicurezza data a suo tempo in locazione. Nel gennaio 2001 la Direzione generale prese atto della conclusione del procedimento e dell'ammontare delle spese di competenza della BNS, che si aggirava intorno a 25 000 franchi. Con la sua partecipazione alle procedure investigative e arbitrali, la Banca intendeva segnalare l'importanza che veniva

110 BNS, comunicato stampa (1997), 11 aprile.

111 Per un approfondimento, cfr. Maissen (2005), pp. 457 segg.

attribuita anche all'interno dell'istituzione alla problematica dei patrimoni in giacenza.

10.5.5 Azione legale collettiva nei confronti della Banca nazionale

Il 3 ottobre 1996 alcuni sopravvissuti all'olocausto depositarono presso la US District Court Brooklyn/New York un'azione legale collettiva (*class action*) contro l'Unione di Banche Svizzere (UBS), la Società di Banca Svizzera (SBS) e altre non meglio specificate *banking institutions*, con cui chiedevano un risarcimento di 20 miliardi di dollari per gli averi patrimoniali depositati presso banche svizzere durante la seconda guerra mondiale e sottratti alle vittime dell'olocausto (azione legale Weisshaus et al.). Una seconda azione collettiva (Friedman et al.), per un importo non quantificato, fu presentata il 17 ottobre 1996 dinanzi allo stesso tribunale statunitense contro le tre grandi banche svizzere e l'Associazione svizzera dei banchieri in veste di *co-conspirator*. Una terza, che si riferiva anche ai beni confiscati e trasferiti in Svizzera, era stata presentata contro le banche svizzere dal World Council of Orthodox Jewish Communities il 29 gennaio 1997 sempre allo stesso tribunale¹¹². Poiché gli attori delle azioni legali rientravano più o meno nella stessa categoria, per iniziativa del giudice competente, Edward Korman, le varie azioni collettive furono unificate.

Nella citazione Weisshaus, gli attori esprimevano chiaramente l'intenzione di procedere legalmente, oltre che nei confronti delle grandi banche svizzere, anche contro *public banks, quasi-governmental banks e governmental banks*. La BNS doveva dunque attendersi di essere prima o poi coinvolta nelle azioni collettive promosse negli Stati Uniti. La Direzione generale decise pertanto di incaricare uno studio legale di New York, con cui aveva già avuto rapporti di collaborazione in precedenza, di seguire attentamente i procedimenti collettivi promossi contro le banche commerciali svizzere e di prepararsi, in via cautelativa, in vista di una *class action* contro la Banca nazionale. Essa era consapevole del fatto che la sua posizione, qualora fosse stata implicata in un simile processo, si differenziava da quella delle grandi banche per due aspetti: anzitutto, la BNS non aveva succursali negli Stati Uniti e quindi non disponeva di un domicilio legale in quel paese, per cui la questione dell'eventuale competenza di un tribunale americano in un giudizio contro la Banca nazionale si poneva in modo diverso; inoltre, la BNS quale banca centrale poteva invocare in certa misura l'immunità sovrana. La chiarificazione preventiva di questi e altri aspetti era motivata dal desiderio di proteggere

¹¹² Per ulteriori approfondimenti, cfr. Maissen (2005), pp. 244 segg.

le riserve valutarie investite negli Stati Uniti da un eventuale sequestro giudiziario.

Nella primavera del 1998 si erano moltiplicati i segnali di un'imminente azione collettiva contro la Banca nazionale negli Stati Uniti. Non solo l'ambasciata svizzera a Washington ma anche gli organi di comunicazione negli Stati Uniti riferivano in merito a un simile progetto da parte dell'avvocato Michael Hausfeld, che già patrocinava l'azione collettiva Friedman a New York. Vi erano due motivi che rendevano plausibile una simile eventualità. Da un lato, la Commissione Bergier si accingeva a pubblicare il suo rapporto intermedio sulle operazioni in oro della BNS. Durante la seconda guerra mondiale (cfr. 10.5.2), dal quale gli ambienti interessati speravano di ricavare nuove informazioni pregiudizievoli per la BNS. Dall'altro, le azioni collettive stavano entrando in una fase decisiva in vista di un concordato con le grandi banche svizzere: il 27 marzo 1998 era stato reso noto che sarebbero stati avviati negoziati con la mediazione del sottosegretario di Stato americano, Stuart Eizenstat, e la partecipazione del World Jewish Congress. Le parti querelanti puntavano su un *global settlement* cui avrebbero dovuto aderire, oltre alle grandi banche, altri ambienti, in particolare il Governo svizzero e la Banca nazionale. Con la minaccia di un'azione giudiziaria si voleva indurre la BNS a partecipare al tavolo dei negoziati. Nel corso di colloqui riservati tra rappresentanti del governo americano e il presidente della Direzione generale, Hans Meyer, era stato chiesto esplicitamente se la BNS non temesse le conseguenze di una *class action* promossa contro di lei negli Stati Uniti.

Il 3 aprile 1998, dopo un approfondito dibattito in seno al Comitato di banca, la BNS prese pubblicamente posizione nei seguenti termini: «Siamo decisi a opporci a un'eventuale querela [...] con tutti i mezzi legali a nostra disposizione, tanto più in quanto contestiamo nel nostro caso la competenza dei tribunali americani. Una soluzione extragiudiziale è per noi fuori discussione»¹¹³. La Direzione generale prese senza indugi i necessari provvedimenti per poter avere la più ampia disponibilità di accesso possibile alle proprie riserve valutarie in caso di sequestro preventivo (*prejudgement attachment*), assicurando in tal modo che un eventuale procedimento giudiziario negli Stati Uniti non pregiudicasse seriamente la conduzione della politica monetaria svizzera.

Nel giugno 1998 i negoziati tra i rappresentanti legali della parte querelante e le grandi banche si erano inaspriti a causa della disparità di vedute sull'ammontare della transazione, mentre né il Consiglio federale né la BNS

113 BNS, comunicato stampa (1998), 3 aprile.

erano disposte a contribuire finanziariamente a un *settlement agreement*¹¹⁴. In tale situazione, il 29 giugno 1998 gli avvocati Melvyn Weiss e Michael Hausfeld presentarono presso la US District Court of Columbia (Washington DC), a nome delle vittime dell'olocausto, la preannunciata azione collettiva (Rosenberg et al.), per un importo non quantificato, contro la Banca nazionale. Nell'istanza si richiedeva un rendiconto delle operazioni in oro della BNS con la Deutsche Reichsbank, la restituzione ai querelanti di tutti i beni confiscati durante il regime nazista (nel loro valore attualizzato), il risarcimento dei danni e la cessione di tutti i profitti conseguiti con le transazioni in oro. A quel punto, la Banca aveva già allestito con i suoi avvocati americani un ampio dispositivo di difesa legale basato su vari elementi. La BNS esigeva, tra l'altro, che la citazione le venisse trasmessa in conformità delle disposizioni della Convenzione dell'Aia sulla notificazione all'estero di atti giudiziari ed extragiudiziari in materia civile e commerciale¹¹⁵. Di conseguenza, la procedura di notifica doveva necessariamente passare al vaglio delle autorità federali di Berna. Queste esaminarono attentamente la questione per stabilire se la richiesta di notificazione potesse essere rigettata sulla base dell'art. 13 della Convenzione dell'Aia in quanto potenzialmente lesiva della sovranità svizzera. Nell'agosto 1998 l'Ufficio federale di polizia trasmise all'ambasciata statunitense in Svizzera una nota in cui si faceva riferimento a queste riserve. Parallelamente, i legali della BNS prepararono nel corso dell'estate uno schema di risposta alla citazione. La Banca nazionale basava l'atto di ricusazione sulla tesi della *sovereign immunity*, ossia in quanto banca centrale della Svizzera e, quindi, organo dello Stato, non aveva mai rinunciato alla propria sovranità e l'azione legale non si riferiva a un'attività commerciale della BNS negli Stati Uniti. La Banca nazionale fece inoltre presente che tutti i fatti, dai quali l'azione collettiva derivava le sue richieste, si erano svolti al di fuori degli Stati Uniti, che i querelanti potevano contare su un procedimento corretto e imparziale in Svizzera e che quindi non sussistevano i motivi per cui il giudice americano dovesse decidere in merito alle richieste avanzate (*forum non conveniens*). Negli auspici della Banca, l'azione legale avrebbe dovuto arenarsi a causa di ostacoli procedurali già nella fase preliminare, precludendo così la strada a un successivo giudizio di merito.

In effetti, non si giunse a un atto di notificazione giuridicamente valido e tanto meno a un giudizio di merito dell'azione collettiva Rosenberg. Il 12 agosto 1998, sotto la responsabilità del giudice Korman fu raggiunto a New York

114 Maissen (2005), pp. 400 segg., 405.

115 RS 0.277.131.

un concordato tra i rappresentanti legali dei querelanti e le grandi banche svizzere, in base al quale furono regolati non solo i procedimenti pendenti contro le grandi banche ma anche ogni altra pretesa vantata nei confronti del Governo svizzero, della BNS, delle restanti banche svizzere e dell'industria svizzera¹¹⁶. Il testo dettagliato dell'accordo pubblicato in seguito chiariva inequivocabilmente che il *settlement agreement* comprendeva le richieste avanzate nei confronti della BNS.

Le grandi banche si aspettavano ora che la Banca nazionale, la Confederazione e altri settori dell'economia, interessati dall'accordo, fornissero un loro contributo al risarcimento concordato di 1,25 miliardi di dollari. Una richiesta in tal senso fu fatta pervenire anche alla BNS. Il 21 ottobre 1998, nel corso di una seduta straordinaria, il Consiglio di banca, competente a decidere in materia in base a quanto stabilito all'epoca del dibattito parlamentare sul contributo della BNS al Fondo per l'olocausto, respinse a chiara maggioranza un contributo finanziario al concordato raggiunto dalle banche. Nel comunicato stampa dello stesso giorno la BNS richiamava l'attenzione sul regolamento raggiunto nel quadro dell'Accordo di Washington del 1946 e sul cospicuo contributo versato al Fondo per l'olocausto, ricordando inoltre di non avere mai partecipato ad alcun negoziato concordatario¹¹⁷. La risoluta posizione assunta dalla BNS fu accolta favorevolmente dal Consiglio federale e da tutte le parti politiche¹¹⁸.

Il processo di accettazione del concordato per il tramite del giudice Korman richiese diverso tempo; nell'estate 1999 le vittime dell'olocausto poterono notificare le loro richieste. Inizialmente, non era chiaro se i sopravvissuti rappresentati da Moshe Sanbar, presidente del Center of Organizations of Holocaust Survivors in Israele, si sarebbero esclusi dal concordato, continuando a perseguire separatamente le loro azioni legali. Moshe Sanbar, ex presidente della banca centrale israeliana, aveva sostenuto a più riprese in pubblico che la BNS avrebbe dovuto versare ancora risarcimenti nell'ordine di miliardi alle vittime dell'olocausto. Peraltro, già nel corso di un colloquio avuto nel dicembre 1998 il presidente della Direzione generale, Hans Meyer, gli aveva illustrato la posizione contraria della Banca nazionale. In definitiva, al giudice Korman pervenne solo un esiguo numero di dichiarazioni di non adesione (*opt outs*). Conclusi i cosiddetti *fairness-hearings*, la definitiva accettazione del concordato fu siglata dal giudice Korman il 26 luglio 2000. Nella

116 Cfr. Maissen (2005), p. 426.

117 BNS, comunicato stampa (1998), 2 agosto.

118 Cfr. Maissen (2005), p. 431.

relativa ordinanza figurava tra i casi risolti anche la causa «*Rosenberg et al. v. Swiss National Bank*». Nel suo parere di equità, il giudice Korman sottolineava del resto «the intransigence of the government of Switzerland and the Swiss National Bank in refusing to contribute to the settlement fund, and in interposing obstacles to the effective prosecution of plaintiffs' legal claims»¹¹⁹, espressione eloquente dell'irritazione di un giudice distrettuale statunitense, cui riusciva evidentemente difficile accettare di non poter sottoporre al vaglio della legge uno Stato estero o, più precisamente, la sua banca centrale. La decisione della US District Court of Columbia del 30 maggio 2001 pose formalmente fine all'azione collettiva Rosenberg. Le spese legali che la BNS dovette sostenere per allestire la linea difensiva ammontarono a circa 2,6 milioni di franchi.

Tuttavia, questa non fu la sola causa legale collettiva che la Banca nazionale dovette affrontare negli Stati Uniti in connessione con le vicende oscure della seconda guerra mondiale. Nel novembre 1999 un gruppo di querelanti serbi, ebrei e ucraini intentò un'azione legale presso la US District Court, Northern District of California, a San Francisco (Alperin et al.), diretta anzitutto contro la Banca vaticana (IOR) e l'Ordine francescano. In seguito essa fu estesa due volte, fino a includere tra gli accusati nell'agosto 2000 anche la BNS. I promotori, che si presentavano come vittime delle persecuzioni da parte del regime fascista degli ustascia in Croazia, accusavano la BNS di aver fornito assistenza nell'utilizzo dell'oro depredata, avendo accettato i depositi di metallo effettuati dall'allora banca centrale croata.

Indagini interne rivelarono che nel 1944 la BNS aveva preso in deposito 1338 kg di oro provenienti dalla summenzionata banca centrale. Inoltre, alla fine della guerra risultava un saldo attivo di circa 2,6 milioni di franchi sul conto della banca centrale croata presso la BNS. Nel 1945 entrambi i patrimoni erano stati riconosciuti come crediti della nuova banca centrale iugoslava e messi a sua disposizione. Nonostante la situazione di partenza fosse favorevole alla BNS, la minaccia di un procedimento giudiziario andava presa seriamente. Non era certo, infatti, che nel caso Alperin la BNS potesse richiamarsi al concordato di New York del 12 agosto 1998. Quell'accordo raggruppava esplicitamente le vittime della persecuzione nazista, ossia ebrei, zingari, testimoni di Geova, omosessuali e portatori di handicap mentali o fisici. Le vittime serbe o ucraine non rientravano in quel gruppo.

Pertanto, la Banca nazionale predispose nuovamente un completo dispositivo di difesa. I legali americani poterono avvalersi del lavoro preparatorio

¹¹⁹ Holocaust victim assets litigation (2000), p. 14.

svolto per il caso Rosenberg. Anche in questa occasione la BNS pretese un avviso di notifica ai sensi della Convenzione dell'Aia. In seguito, i querelanti rinunciarono a procedere contro la BNS e concentrarono la loro accusa sulla Banca vaticana e l'Ordine francescano. Infine, il 25 giugno 2002, ritirarono l'azione collettiva Alperin et al. per la parte riguardante la BNS, considerando evidentemente scarse le loro probabilità di successo. Presso l'opinione pubblica statunitense e svizzera il caso Alperin destò molto meno interesse di quanto era avvenuto per l'affare Rosenberg. In entrambi i casi la BNS era riuscita a imporre una coerente posizione di rifiuto ad una sua partecipazione a negoziati concordatari sotto la pressione di azioni legali collettive ampiamente pubblicizzate.

Fonti

- BNS, Affaires clientèle privée (1997), resoconto di un colloquio con il dr. F. Leutwiler concernente le operazioni della Banca nazionale con la clientela privata, 28 aprile, archivio BNS.
- BNS al consigliere federale Schulthess (1936), lettera della Direzione generale al consigliere federale Schulthess concernente il finanziamento del monopolio del grano, 18 maggio, archivio BNS.
- BNS ad Amministrazione federale delle finanze (1961), lettera della Direzione generale alla Direzione dell'Amministrazione federale delle finanze concernente i contingentati di vino e le facilitazioni di finanziamento, 23 gennaio, archivio BNS.
- BNS al personale (2003), lettera della Direzione generale al personale concernente la riorganizzazione della BNS, 4 marzo, archivio BNS.
- BNS, Beitrag der SNB (1997), proposta n. 49 (1995–1999) del Comitato di banca trasmesso al Consiglio di banca concernente il contributo della Banca nazionale al Fondo per le vittime dell'Olocausto/Shoa bisognose di aiuto, 17 ottobre, archivio BNS.
- BNS, *Carta della BNS* (1994), [Zurigo], archivio BNS.
- BNS, comunicato stampa (vari anni), archivio BNS.
- BNS, McKinsey (1998), Neukonzeption des Bargeldverkehrs – Schlussbericht (febbraio), archivio BNS.
- BNS, *note* (2003), Nous voulons que la BNS soit en forme pour affronter l'avenir, [intervista con J.-P. Roth], *note* [rivista del personale della BNS] n. 2, aprile, pp. 6–7, biblioteca BNS, Zurigo.
- BNS, Organisation de la BNS 2004 (2003), progetto del Comitato direttivo sull'organizzazione della BNS 2004 presentato alla Direzione generale, 23 gennaio, archivio BNS, Zurigo.
- BNS, *Rapporto di gestione* (vari anni), biblioteca BNS, Zurigo.
- BNS, Règlement du Comité de banque (1979), Règlement du Comité de banque de la Banque nationale suisse, 25 aprile, archivio BNS.
- BNS, verbale del Comitato di banca (vari anni), archivio BNS.
- BNS, verbale del Consiglio di banca (1984), archivio BNS.
- BNS, verbale della Direzione generale (vari anni), archivio BNS.
- Boll. Uff., Bollettino Ufficiale dell'Assemblea federale (vari anni).
- Eingabe des Banknoteninspektorats (1878), Gedanken über die Errichtung einer schweiz. Landesbank, di F. F. Schweizer; ristampato in: *Materialien zur Entscheidung der Frage Staatsbank oder Privatbank*, allegato al messaggio del Consiglio federale concernente la legge di attuazione dell'art. 39 della Costituzione federale [del 1894], [Berna], biblioteca BNS, Zurigo.
- FF, Foglio federale (vari anni).
- Gruppo di esperti «Réforme du régime monétaire» (2001), Nouvelle loi sur la Banque nationale, rapporto e progetto del 16 marzo per la procedura di consultazione, [Berna], biblioteca BNS, Zurigo.
- Holocaust victim assets litigation (2000), United States District Court, Eastern District of New York, 96 Civ. 4849 (ERK) (MDG), Memorandum & Order, archivio BNS.
- Message (1890) concernant la révision de l'article 39 de la Constitution fédérale, du 30 décembre, FF 1891 I 1.

Message (1894) concernant la loi relative à l'exécution de l'article 39 de la Constitution fédérale (monopole des billets de banque), du 23 octobre, FF 1894 IV 113.

Message (1899) concernant la loi relative à l'exécution de l'article 39 de la Constitution fédérale (monopole des billets de banque), du 24 mars, FF 1899 II 341.

Message (1904) à l'appui d'un projet de loi créant une banque centrale d'émission, en exécution de l'article 39 de la Constitution fédérale, du 13 juin, FF 1904 IV 433.

Messaggio (1974) concernente l'impiego degli averi in Svizzera di stranieri o di apolidi perseguitati per cause razziali, religiose o politiche del 16 settembre, FF 1974 II 701.

Messaggio (1997) sulla partecipazione della Banca Nazionale Svizzera al Fondo speciale a favore delle vittime dell'Olocausto/Shoa bisognose d'aiuto del 25 giugno 1997 FF 1997 III 1105.

Messaggio (2002) concernente la revisione della Legge sulla Banca nazionale del 26 giugno, FF 2002 I 5413.

Rifkind-Report (1996), Foreign & Commonwealth Office, General Services Command, Nazi gold: Information from the British Archives, History Notes n. 11.

RS, Raccolta sistematica del Diritto federale.

RU, Raccolta ufficiale del Diritto federale (vari anni).

Bibliografia

BNS (1932), *La Banque nationale suisse 1907–1932*, [Zurigo, SNB].

BNS (1957), *Banca nazionale svizzera 1907–1957*, [Zurigo, SNB].

BNS (1982), *75 anni Banca nazionale svizzera. Gli anni dal 1957 al 1982*, Bellinzona, Edizioni Casagrande SA.

Boemle, M., M. Gsell, J.-P. Jetzer, P. Nyffeler e C. Thalman (2002), *Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz*, Zurigo, Verlag SKV.

CIE (1998), Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale, *La Svizzera e le transazioni in oro durante la Seconda Guerra Mondiale*, Rapporto intermedio, Berna, UCFSM.

CIE (2002a), Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale, *Die Schweiz und die Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg*, vol. 16, Zurigo, Chronos.

CIE (2002b), Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale, *La Svizzera, il nazionalsocialismo e la Seconda Guerra Mondiale*, rapporto finale, Locarno [ecc.], Armando Dadò editore [ecc.].

Crettol, V. e P. Halbeisen (1999), *Die währungspolitischen Hintergründe der Goldtransaktionen der Schweizerischen Nationalbank im Zweiten Weltkrieg*, Sonderdruck SNB, Zurigo, BNS.

Durrer, M. (1984), *Die schweizerisch-amerikanischen Finanzbeziehungen im Zweiten Weltkrieg*, Berna, Haupt.

Eizenstat, S. E. (1997), *U.S. and Allied Efforts To Recover and Restore Gold and Other Assets Stolen or Hidden by Germany During World War II*, studio preliminare, Washington DC.

Goodhart, C. (1988), *The Evolution of Central Banks*, Cambridge MA, MIT Press.

Goodhart, C., F. Capie e N. Schnadt (1994), The development of central banking. In Capie, F., C. Goodhart, S. Fischer e N. Schnadt (a cura di), *The Future of Central Banking*, The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge MA, MIT Press, pp. 1–231.

- Jöhr, A. (1915), *Die schweizerischen Notenbanken 1826–1913*, Zurigo, Orell Füssli.
- Lusser, M. (1985), Die regionale Organisation der Schweizerischen Nationalbank: Sitze, Zweiganstalten, Agenturen und ihre Aufgaben, relazione tenuta in occasione del passaggio dell'agenzia propria di Bienne alla filiale della Banca cantonale di Berna a Bienne in qualità di agenzia esterna, 20 settembre, biblioteca BNS, Zurigo.
- Maissen, T. (1997), Schatten des 2. Weltkriegs: Wofür soll die Schweiz bezahlen? Die Frage eines Entschädigungsfonds für Holocaust-Opfer, *Neue Zürcher Zeitung* n. 3, 6 gennaio, p. 13.
- Maissen, T. (2005), *Verweigerte Erinnerung: Nachrichtenlose Vermögen und Schweizer Weltkriegsdebatte 1989–2004*, Zurigo, Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Rings, W. (1985), *Raubgold aus Deutschland: die «Golddrehscheibe» Schweiz im Zweiten Weltkrieg*, Zurigo [ecc.], Artemis.
- Roth, J.-P. (1997), Statistik der Goldoperationen der Schweizerischen Nationalbank während des Zweiten Weltkriegs, conferenza stampa annuale, note introduttive, 13 dicembre, biblioteca BNS, Zurigo.
- Roth, J.-P. (1998), Opérations sur or de la Banque nationale suisse pendant la Seconde Guerre mondiale, conferenza stampa semestrale, note introduttive, 18 giugno, biblioteca BNS, Zurigo.
- Ruoss, E. (1992), *Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 1907–1929: Grundlagen, Ziele und Instrumente*, tesi di dottorato, Zurigo, [s.n.].
- Schürmann, L. (1980), *Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse: Kommentar und Textausgabe*, Berna, Stämpfli.
- Vogler, R. (1985), Der Goldverkehr der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank 1939–1945, *Monnaie et conjuncture*, bollettino trimestrale della BNS, 3 (1), pp. 70–78.

Part 3

Assessment and outlook

11 The National Bank's monetary policy: evolution of policy framework and policy performance

ERNST BALTENSPERGER

11.1 Introduction

The transition to flexible exchange rates in January 1973 after the breakdown of the Bretton Woods system marks a turning point in the history of Swiss monetary policy. It was this fundamental change in monetary regime that gave the Swiss National Bank the freedom to pursue an autonomous policy of inflation control. Prior to 1973, the commitment to maintain fixed parities vis-à-vis other currencies had made this impossible. The global surge in inflation during the 1960s and early 1970s had resulted in huge capital inflows, excessive monetary growth, and accelerating inflation in Switzerland, too. The opportunity to pursue a more independent monetary policy was used decidedly by the SNB. This was not particularly surprising, given that – much as in Germany – a broad consensus existed in favour of a policy of inflation control in Switzerland at the time.

Together with the Deutsche Bundesbank, the SNB was a pioneer in the use of money growth targeting and employed it successfully to bring down inflation to levels consistent with price level stability during the 1970s. Swiss inflation, measured by the increase in the consumer price index (CPI), fell from 9 percent in 1973 and 10 percent in 1974 to levels between 0 and 2 percent in 1976–1978.

Since 1978, the SNB's efforts have been aimed at preserving the price level stability which had been restored by that time in view of different types of external shocks, notably exchange rate shocks and financial market disturbances, supply shocks, and the effects of cyclical fluctuations. This proved to be a rather difficult task with various ups and downs.

This paper reviews the SNB's monetary policy since the early 1980s and includes a critical discussion of the National Bank's conceptual framework for policymaking and its evolution over time, as well as its actual policy decisions and performance. Over the period considered, the SNB gradually shifted its policy approach from one based on monetary targeting to one centred on inflation forecasts. Furthermore, while for the period as a whole the SNB's performance in terms of inflation control is second to none, it is marked not only by successes, but also by a number of difficulties and failures.

This paper is structured as follows: section 11.2 begins with a brief description of the major phases of Swiss monetary policy since 1980. Section 11.3 discusses the evolution of the SNB's monetary policy framework and the SNB's contribution to the intellectual debate about monetary policymaking. Section 11.4 tries to assess the National Bank's policy performance over the last twenty-five years, to identify its successes and failures, and to explain the sources of the latter. Section 11.5, finally, summarises the main conclusions of the paper.

11.2 Phases of Swiss monetary policy since 1980

11.2.1 Prelude: exchange market turbulence and temporary exchange rate target: 1978–1979

At the end of the 1970s, there was a brief interlude when the National Bank temporarily abandoned its money growth strategy and opted for a policy aimed at the exchange rate. The markets' belief in the seriousness of the SNB's commitment to price level stability, in the context of an international environment still characterised by monetary expansion and high inflation, had led to a dramatic speculative inflow of capital and an appreciation of the Swiss franc to levels which threatened to severely damage the Swiss real economy in 1978. In October 1978, after long internal discussions, the SNB announced its aim to keep the Swiss franc price of the German mark "clearly above 80".¹ An explosive increase in the monetary base was the result. However, after the exchange rate had returned to more normal levels, the SNB started to remove this excess liquidity again by the beginning of 1979. Its objective from the outset had been to return to monetary targeting once the situation had normalised.

11.2.2 Surge of inflation and return to annual money growth targets and to monetary stability: 1980–1986

By the end of 1979, the National Bank was ready to reintroduce a money growth target for the year 1980. In contrast to the years before 1979, when it had set annual targets for M_1 , it now changed to an annual target for the monetary base. From the end of 1980 onwards, the actual target variable was the monetary base adjusted for month-end fluctuations in bank reserves (MBA). For 1980 and 1981, the SNB announced a growth target of 4 percent for the monetary base. In both years, however, its policy turned out to be clearly more restrictive than initially announced; the monetary base actually fell in both

1 SNB (1982), p. 221.

years. The motivation for this was a significant surge in inflation, up to peak levels beyond 7 percent in 1981. This occurred partly as a consequence of the second oil price shock of 1979/1980, but also, to a certain extent, as a deferred effect of the expansionary monetary policy of 1978. The SNB should have eliminated excess liquidity more quickly and decisively in 1979 than it did.

The events of the years between 1978 and 1981 strongly influenced the SNB's and the public's view of the role of the exchange rate in monetary policy. Henceforth, the National Bank kept a close eye on the exchange rate in policy setting. Its pragmatic response to the exchange rate shock of 1978 established a long-lasting market opinion that the SNB would not tolerate a violation of the 80 Swiss franc limit for the price of the German mark.

For the subsequent years, 1982–1986, the SNB's money growth targets – which were set at 3 percent for 1982–1985 and at 2 percent for 1986 – were met rather closely. Overall, this was a quiet period for Swiss monetary policy. Inflation declined to the 2–3 percent range and stayed more or less at this level. The renewed decline in inflation was preceded by cyclical contraction in 1981–1983. Business conditions picked up again after 1983, however. In the United States, 1983 marked the conclusion of the disinflation policy under Paul Volcker. Although exchange rate fluctuations gave rise to occasional concerns, in comparison to the experiences of the preceding decade, they remained moderate overall.

11.2.3 Instability of reserve demand and unintended monetary expansion: 1987–1990

This wonderful new world came to a sudden end in the 1987–1990 period, however. For 1987, the SNB had again set a money growth target of 2 percent. Actually, it tolerated a monetary expansion beyond this mark, mainly in view of the Swiss franc's strong tendency to appreciate in the foreign exchange market and of weaknesses in the international economy. The Swiss domestic economy remained robust nonetheless. The stock market crash of October 1987 and the resulting widespread fears of a slump in the world economy further induced the SNB to postpone the policy tightening, which otherwise would clearly have seemed advised. For 1988, the SNB raised its money growth target to 3 percent. By mid-1988, however, it became increasingly obvious that the feared downturn in world economic conditions would not materialise. It was the clear intention of the National Bank to tighten its policy in response to these developments.

At this time, however, Swiss monetary policy was complicated by an additional problem linked to two important institutional changes in the Swiss

financial system occurring at that time, which the SNB found particularly challenging. The first was the introduction of Swiss Interbank Clearing (SIC), a new clearing system which substantially improved the clearing of payments between banks and allowed banks to economise on their holdings of excess base money reserves. The other was a change in liquidity requirement regulations for banks which further lowered banks' demand for reserves. Both changes together implied a massive reduction in banks' demand for central bank money. The SNB was well aware of this change, but found it extremely difficult to reliably estimate its extent and its realisation over the course of time. For this reason, it declared already in December 1987 that it might ultimately have to undershoot its 1988 target – although it was not fully successful in explaining its analysis and intentions to the public. In fact, the monetary base shrank by almost 4 percent in 1988. Interest rates remained very low, however, and it became increasingly clear during 1988 that the stance of monetary policy had been, and still was, too expansionary. In 1989, the SNB started effectively to tighten its policy. For both 1989 and 1990, it kept monetary growth far below the originally set targets, realising that the Swiss economy in the meantime was fully overheated and marked by a major speculative real estate boom.

However, the damage on the inflation front had already been done by this time. Inflation reached levels of 5.9 percent in 1989 and 5.3 percent in 1990, hitting a peak of 6.6 percent by the middle of 1991. This, of course, called for a new phase of monetary restriction to combat the surge in inflation caused by the policy errors of the late 1980s.

11.2.4 Restoring price stability and transition to medium-term targets for money: 1991–1993

The developments of the late 1980s led the SNB to a major modification in its policy framework. The repeated and sizeable deviations of money growth from the originally announced targets had seriously damaged the effectiveness of annual growth objectives as a credible instrument for informing the public about the National Bank's policy intentions. Nevertheless, the SNB continued to rely on a money growth objective. However, after 1991, instead of announcing annual growth targets, it relied on a medium-term objective. In December 1990, it announced its intention "to increase the monetary base to approach a medium-term expansion path".² This expansion path was defined by the evolution of the monetary base that the SNB considered to

2 SNB (1990), pp. 273–274.

be consistent with price stability and with full resource utilisation in the economy. The SNB estimated that an average growth rate of base money of 1 percent would be in line with this requirement. The length of the target period was left unclear at first, but was soon specified to be three to five years. In presenting this strategy shift, the National Bank emphasised its need for short-term flexibility in the pursuit of this target path. In its decisions on its year-to-year policy course, it was going to pay attention to a number of indicator variables, notably interest rates, the exchange rate and business cycle conditions. At a technical level, the target path now referred to a new version of the monetary base, the seasonally adjusted monetary base (MBSA). As a consequence of the changes in liquidity requirements in 1988, month-end peaks in bank reserves had ceased to play a role since 1989.

At first, in the 1991–1993 period, this medium-term growth target seemed to perform its role as a policy indicator relatively well. Actual money stayed clearly below the target path, showing that, in the medium term, once inflation and nominal interest rates had returned to normal levels and output to full capacity, money would have to grow faster again to catch up with the increase in money demand resulting from these normalisations.

In 1991/1992, in the course of German reunification, the German mark became very strong and the SNB reluctantly tightened its policy somewhat. Inflation at this stage was still running at almost 5 percent. After mid-1992, however, as the real economy remained weak and the exchange rate had stabilised, the SNB reverted to a more relaxed policy stance. By 1994, inflation had fallen to about 2 percent and economic conditions started to improve slowly. However, doubts about the economic recovery persisted. The Swiss franc was on the rise again.

11.2.5 Misjudging the business cycle and monetary overrestriction: 1994–1995

What followed remains one of the most controversial phases of Swiss monetary policy of the last twenty-five years. With the level of base money (MBSA) still well below the medium-term target path, the SNB's monetary indicator signalled a need for lower interest rates and a more expansionary policy. Nevertheless, the SNB initially continued to follow a course which left interest rates unchanged at the level reached at the end of 1993. The main motivation for this was the fear of reigniting inflation in view of an expected cyclical recovery and the introduction of a new value added tax which was expected to lead to a temporary acceleration in inflation. It turned out that the strength of the recovery was overestimated, by the SNB as well

as by others, for 1994, and then again for 1995. With hindsight, it therefore became clear that the policy course pursued by the SNB in 1994 was too restrictive.

In the spring of 1995, the SNB began to correct this error and permitted interest rates to decline decidedly. This was in part motivated by the Swiss franc gaining more and more strength and by the continued weakness in real economic activity and employment. For a number of reasons, the unemployment rate rose dramatically at this time, to levels unheard of in Switzerland in the post-war era.

The monetary base was beginning to approach its target path. The latter had been extended by the beginning of 1995 for another five-year period, but with a starting point that had been shifted downwards somewhat compared to the previous target path (to reflect a downward revision in the SNB's estimate of the economy's demand for central bank money).

In this period, the SNB was under extreme public pressure and criticism as in no other phase during the last twenty-five years.

11.2.6 Return to normality and transition to a new concept

The years after 1996 up to the end of the decade were marked by a gradual return of the Swiss economy and the SNB's monetary policy to normality. Inflation, interest rates and the exchange rate all returned to levels consistent with long-run experience and helped to move the economy out of its previous stagnation. Growth and employment remained weak for some time, however. By the end of the decade, full employment was more or less restored. The worldwide boom of the late 1990s with its technology and stock market exuberance was helpful in this, of course.

In terms of monetary policy, these years were unproblematic, with no major difficulties and crises, apart from the temporary turbulences created by the Asian and Russian crises in 1997/1998 (which, obviously, were not specific to Switzerland).

Given the difficulties of the preceding years, the use of money as the main indicator variable for monetary policy decisions was increasingly questioned, both inside and outside the SNB. While actual money had persistently stayed below the target line in the first phase of medium-term targeting (for reasons which could be explained), it was now allowed to grow far beyond this line, apparently without causing inflationary pressures or other problems (for reasons which were much more difficult to identify this time). The demand for base money had become highly unstable, and explaining and predicting its movements and its information content increasingly difficult. The medium-

term base money target line consequently proved less and less useful as a guide for monetary policy decisions. This caused the SNB to investigate alternative frameworks and procedures for its policy analysis and decisions. At the end of 1999, it decided to abandon monetary targeting and change to a new policy concept.

11.2.7 Monetary policy under a new policy framework: 2000–2005

The new approach is centred on inflation forecasts as the major indicator for monetary policymaking. It is based on three main elements. First, price stability continues to be the primary objective of monetary policy. Price stability is defined as an increase in the CPI of less than 2 percent. In this respect, the new concept represents a continuation of the old approach. For the National Bank, the monetary target had never been an end in itself, but had always been considered an instrument in the pursuit of its ultimate objective, price stability.

The second element is the construction and publication of a regular inflation forecast over a horizon of up to three years. If the forecast indicates a violation of the price stability range under current policy conditions, monetary policy needs to be reviewed. The SNB never reacts mechanically to the inflation forecast, however, but always takes into account the general economic situation in determining its policy reaction.

Third, at an operational level, the SNB implements its policy by fixing and announcing a target range for the three-month Libor in Swiss francs (the most important money market rate for Swiss franc investments). Normally, this range has a width of one percentage point. Additionally, the National Bank determines and announces in which area of this fairly wide band it wishes the Libor to remain. This generally tends to be the mid-point of the announced target range.

Experiences with the new concept so far include phases of both policy tightening and policy loosening. In 2000, increasing inflationary pressures reflected in its inflation forecast and strong signals of cyclical acceleration induced the SNB to raise the mid-point of its target range for the Libor in several steps. This policy adjustment allowed the National Bank to maintain inflation below the critical mark of 2 percent. At the same time, it enabled the SNB to demonstrate its willingness and ability to pursue an autonomous policy vis-à-vis the new European Central Bank (ECB), proving wrong the numerous commentators who had previously predicted that the SNB would gradually lose its ability to pursue an independent monetary policy in the face of the newly created European Monetary Union.

In the course of 2001, the outlook for inflation and business activity changed drastically, first as a result of the stock market decline in the spring and summer of 2001, and then even more with the terrorist attacks and political turbulences after September 2001. This caused the SNB to reverse its policy by lowering the mid-point of its interest rate target band in several steps. The deterioration in worldwide economic conditions and its dampening effect on inflation prospects, including the discussion of deflation fears in the US and elsewhere, led the National Bank to make additional interest rate cuts, resulting in a target band for the Libor of 0.0–0.75 percent, with a target value around 0.25 percent, in March 2003. This extremely loose monetary policy was maintained until mid-2004. It was not until the summer of 2004 that a process of gradual normalisation of monetary policy was initiated. The Libor target value was raised to about 0.75 percent by the autumn of 2004 and, after an extended waiting period, to 1 percent in December 2005. It was clear that without such a correction, inflation would eventually have to accelerate and move out of the price stability range.

The performance of monetary policy under the new concept has so far been remarkably good. Inflation remained low over the entire 2000–2005 period: the critical mark of 2 percent used as a benchmark for defining price stability was not violated in one single quarter. Real economic performance in Switzerland has remained weak, admittedly. However, it is well understood by economists, by the general public, and by international organisations such as the OECD and the International Monetary Fund (IMF), that this is not linked to an overly restrictive monetary policy, but rather to inadequate structural reforms in Switzerland.

11.3 The evolution of the SNB's policy framework

11.3.1 A pioneering role in the development and application of monetary targeting

The SNB, along with the Deutsche Bundesbank, played a pioneering role in the development and application of monetary targeting. Based on the advice of leading monetarists – Karl Brunner was particularly influential – it started to use monetary targeting procedures in the mid-1970s and continued to pursue this approach in one form or another throughout the 1980s and 1990s.

The framework of monetary targeting provided a structured and coherent approach to monetary policymaking. Two roles of such an approach, both equally important, can be distinguished here: its internal role for the analysis

and decision-making process of monetary policy and its external role as a communication device. As a coherent analytical framework based on established economic theory, monetary targeting provided an effective long-term policy constraint and nominal anchor which shaped internal decision mechanisms and policy outcomes in a manner consistent with the SNB's objective of long-run price stability. The focus on money growth also enabled the SNB to communicate its intention to financial markets and the general public quickly and effectively in order to create and maintain an environment of monetary stability. Based on received and accepted theory, this approach served well throughout the 1970s and 1980s as a transparent and effective communication tool. Moreover, money being an observable variable, it encouraged and furthered the application of the principles of accountability to monetary policy.

It should be emphasised that such a 'structured' approach to monetary policymaking and communication, while having become commonplace in the course of the 1990s, was unusual and progressive in the 1970s and 1980s. Many central banks at that time were rather vague and imprecise, not only about their objectives and priorities, but also about how they intended to attain those objectives.

From the very beginning, however, the SNB emphasised that it was going to follow a flexible approach in applying its monetary targeting procedures. The need for flexibility and pragmatic responses in times of difficulty was stressed. The SNB never pursued its money growth targets mechanically. A rigid application was considered unsuitable for a small open economy subject to frequent external shocks. Consequently, the targets were understood as 'state-contingent' or 'conditional' targets. In particular, unexpected and strong movements in the exchange rate were identified from the start as one major contingency. Later, instabilities in money demand and problems resulting from the difficulty in estimating output gap developments were added to the list of events that could justify deviations from previously announced targets. This was similar to the practice of the Bundesbank, whose policy was referred to by its former chief economist, Otmar Issing, as "Verstetigungsstrategie mit diskretionären Elementen" or, loosely translated, a rules-oriented policy with discretionary elements.³ In today's terminology, we would probably speak of 'constrained discretion', with the emphasis on constraint.

This need for flexibility was to be emphasised even more as time went on, as the discussion below will show. Nevertheless, the SNB was quite quickly

3 Issing (1996), p. 286.

able to establish the credibility of the long-term constraint implied by its monetary targeting approach and the underlying commitment to long-run price stability. An essential element contributing to this success was probably that the SNB stressed the medium to long-term orientation of its policy approach from the beginning, and that it repeatedly demonstrated the seriousness of its adherence to this commitment when inflation had broken away from its long-run price stability objective.

When deciding on its money growth target under its monetary targeting framework used in the 1980s, the SNB first determined, as a benchmark, the trend growth rate of money it estimated to be consistent with its objective of price stability ('low inflation') and with potential output growth. It subsequently estimated what former SNB chief economist Georg Rich calls the "activity-induced change in the demand for money"⁴ for the subsequent year. By this, he means the expected change in money demand assuming an unchanged interest rate, based on the SNB's forecasts for real output growth and inflation for the following year. As a further step, the National Bank addressed the question of whether it should fully accommodate the expected activity-induced demand change or not, taking into account expected interest rate adjustments and their feedback on money demand in setting the money growth target. In the first half of the 1980s, it set the money growth target somewhat above the benchmark rate, because it wanted to gradually reduce inflation towards its desired long-run level. In the second half of the 1980s, when price stability had more or less been restored, it set the money growth target at the benchmark level. It always reserved its right, however, to deviate from these targets in the event of unforeseen shocks. In addition, it made a conditional forecast, based on its predictions for output and inflation, of the movements in interest rates which would result from its planned and announced policy course for the following year (originally just for internal use, later publicly announced). The logic of its procedure implied, of course, that an expected adjustment in interest rates would result whenever the SNB set its money growth target away from the activity-induced money demand change.

Some of the estimates involved in these derivations were subject to considerable uncertainty. In particular, the benchmark rate of money growth was difficult to pin down due to the difficulties in estimating potential output growth and, especially, in understanding the trend development of the income velocity of money. In the early 1980s, the benchmark rate was set at 2–3 percent, based on an estimated 2 percent potential output growth, an inflation

4 Rich (2003), p. 20.

objective of 0–1 percent and an unchanged income velocity of money. Later, this rate was changed to 2.5 percent at the end of 1983 and to 2 percent by the end of 1986, as evidence of a positive growth in velocity arose. Ex post, even this turned out to be too high, as velocity increases were underestimated. With hindsight, a benchmark rate of about 1 percent would have been more appropriate. This explains why the SNB did not succeed in lowering inflation below 2 percent in the 1980s.⁵

The SNB's money growth target variable in the 1980s was the MBA. At the time, the shift from M_1 to the monetary base as the SNB's target variable was motivated mainly by the suspicion that the demand for M_1 was unstable due to the influence of exchange rate expectations. While this suspicion was not really borne out by later evidence, the SNB nevertheless continued to favour base money, mainly because of the lower interest elasticity of demand. The power of steady money growth in stabilising economic activity through interest rate adjustments was thought to be strengthened by a low interest elasticity of money demand.

Although the SNB's monetary targeting framework proved to be a highly successful instrument in bringing inflation down to levels consistent with price stability, its approach to annual money growth targets was not without weaknesses and difficulties. These became increasingly apparent over time. In the event of unforeseen shocks, particularly to the exchange rate or to money demand (velocity), but also in the event of unforeseen cyclical developments, the SNB's strategy implied that the monetary target in its capacity as a policy guide had to be reviewed, and possibly revised. This was not necessarily a flaw, as long as the resulting deviations from previously stated targets could be explained and credibly communicated. The National Bank certainly always attempted to do this. Even the fact that the SNB was only imperfectly able to protect the economy from the consequence of such shocks, leading to temporary deviations from price stability and subsequent stabilisation problems, is not inherently a flaw, as no strategy is completely error-proof.

However, shock-intensive times with frequent deviations and complex underlying decisions, paired with a great deal of uncertainty, tended to make communication extremely difficult and rendered annual monetary targets unsatisfactory as the major instrument of informing the public about the central bank's monetary policy intentions. Under such conditions, annual monetary targets necessarily failed to include all the relevant factors taken into account by the central bank in its policy decisions. This was particularly

5 Rich (2003), p. 30.

the case in the 1987–1990 period, due to the financial innovation and regulation-induced changes in base money demand occurring at that time (SIC, liquidity requirement revision). It was thus very hard to extract reliable policy signals from the development of money. This difficulty influenced the SNB's communication efforts and seriously undermined the usefulness of annual money growth targets.

11.3.2 Increasing short-term flexibility through medium-term target paths for money

The money demand shifts of 1988–1990, due to SIC and the revised liquidity requirements, greatly impaired the usefulness of annual monetary targets as an effective monetary policy tool. The frequent deviations and the complexity and difficulty of explaining these to the public entirely discredited them as a useful instrument for providing information and promoting central bank credibility. This induced the SNB to shift to a new, medium-term strategy at the beginning of the 1990s.

This new strategy afforded the National Bank more leeway in its short-run decisions. It may also have helped it to pursue a more forward-looking policy course. Its preoccupation with annual money growth targets may occasionally have prevented the SNB from pursuing a sufficiently pre-emptive policy course, as Rich notes.⁶ Both the inflation surges of 1980/1981 and 1988/1989 occurred during periods of business cycle expansion, which were not adequately taken into account in the money growth targets.

The SNB did essentially adhere to its monetary targeting approach, however, by continuing to use a growth objective for money. The target variable was now the MBSA. Retaining a monetary target variable was strongly motivated by the demonstrated leading-indicator quality of money. The benchmark rate of MBSA growth thought to be in line with price stability and potential output growth was lowered to 1 percent, for reasons already referred to above.

The idea behind the new approach was to fix a medium-term (five-year) target line for the development of the monetary base. This line was intended to represent the development of the monetary base consistent with price stability and the economy's growth potential. In its decisions on the course of monetary policy in individual years, however, the SNB considered not only this medium-term objective, but also a number of other indicators, including in particular the exchange rate, evidence of shifts in money demand, and the cyclical state of the economy.

⁶ Rich (2003), pp. 17, 48.

It was for this reason that the actual evolution of the monetary base during the period when this policy framework was in force deviated strongly, and for extended periods of time, from the announced target paths. During the entire first five-year period, actual base money stayed far below the stated medium-term target path. Only during the second five-year period did it catch up with the target line and start to exceed it. This had its reasons – shifts in money demand, cyclical developments of output and business activity, movements in inflation and nominal interest rates – and could thus be explained, in principle at least. It turned out to be very difficult to convey these explanations to the public, however.

One difficulty was that the SNB believed that it could not simply state its medium and long-term objectives and remain completely silent as regards its short-term policy intentions. Therefore, at the beginning of each quarter, it decided to announce a forecast of the average level of the monetary base for the subsequent three months. This practice was well-meant and intended to provide additional information to the public. However, the forecast, and its relation to the SNB's medium-term target path, was never properly understood by the public, tending to complicate matters, rather than clarifying them.

Nevertheless, the medium-term targeting approach was essentially an improvement on the annual targeting procedure of the 1980s. The idea as such was sound and its logic clear. It was able to help the SNB in its internal policy analysis and decisions, as Rich demonstrates in his detailed and careful study of the SNB's monetary targeting framework and its internal use.⁷ Maybe it would have been a useful and successful device in 'normal' times with less financial innovation and uncertainty concerning money demand shifts and higher stability in money market conditions. Times were not like this, however.

As a communication device, the new approach proved rather unsuccessful. The difficulties for monetary policy inherent in an unstable financial environment in the wake of a turbulent and less-than-successful policy period between 1987 and 1989, with a subsequent surge in inflation, made communication of the new approach extremely challenging to begin with and eventually discredited it, clearing the way for a new policy framework to be developed and adopted by the end of the decade.

In view of the large and prolonged deviations of actual money from the target path set, it became increasingly difficult to convince the public that the

7 Rich (2003), pp. 38–47.

target line was really a meaningful and effective constraint on monetary policy and carried information about the future course of monetary policy. However, the SNB did use this framework in analysing and deciding on its policy course, although it was insufficiently successful in explaining its considerations to the public. Of course, the fact that policy decisions were occasionally in contradiction to what its medium-term money growth framework would have implied, such as in 1994, was not helpful either.

Another question can be raised regarding the adequacy of this policy framework as a communication instrument. The use of a five-year target path can be interpreted as containing an element of price level targeting. It suggests that past deviations will be corrected at some stage in the future. It remains unclear, however, whether this was really intended. If not, the target path may not have been the ideal communication tool.

One major difference between the 1990s and the preceding periods that was increasingly regarded as a problem and, together with the observed instability of reserve demand, eventually paved the way for the adoption of a policy implementation via control of a short-term interest rate (rather than control of aggregate reserves) by the end of the 1990s, is that the institutional innovations of the late 1980s markedly changed the composition of the monetary base between bank reserves and notes in favour of the latter (cf. chapter 11.3.4).

One danger of the continued reliance on money as the major monetary policy indicator was probably that it prevented the SNB from focusing the necessary attention on interest rates. To some degree, the resistance to switching to a more explicit consideration of interest rates may have been motivated by the fear of increasing political interference under an interest rate regime, particularly in view of the strong link between interest rates and housing rents which had developed in Switzerland during the 1980s.

A rather ironic aspect of this period is that, at a time when the SNB's main communication problem was explaining the deviations of money from its money growth target path to the public, it was frequently criticised by many observers for being a prisoner of its allegedly purist 'monetarist' beliefs.

11.3.3 Inflation forecasts as the main policy indicator

The National Bank adopted its current monetary policy framework in December 1999. It was designed at the time after careful examination of the frameworks suggested by the inflation targeting model on the one hand, and the ECB's two-pillar system on the other. The SNB decided to follow neither of these without modification. The new framework is based on what

can be called the core ideas of inflation targeting,⁸ but it adopts these ideas in a moderate and flexible form only, and distinguishes itself in important ways from 'narrow' inflation targeting as introduced and practiced by many central banks since the early 1990s. For this reason, and also in order to stress the continuity of its policy, the SNB has consciously refrained from using the term 'inflation targeting' to characterise its new framework. This framework appears to be remarkably close to the type of policy that is favoured by leading participants in today's discussion on 'best practice' monetary policy.⁹

The main characteristics of the SNB's current policy framework can be summarised by the following principles:

- Priority for long-term price stability as a firm nominal anchor, with an explicit quantitative definition of what is meant by price stability.
- A medium-term orientation in the pursuit of this objective, giving scope for short-run flexibility and real economic stabilisation.
- A forward-looking approach in the pursuit of its objectives by using an inflation forecast as its main policy indicator.
- A flexible implementation of monetary policy by announcing a target range for the three-month Libor as an operational target.
- Transparency and accountability as central principles of a successful policy concept.

The National Bank Act that entered into force in 2004 mandates the SNB to ensure price stability. In so doing, the National Bank is to take due account of business cycle conditions. The SNB is required to resolve any short-run conflicts between the objective of price stability and real economic developments to the best of its ability, taking into consideration the interests of the country as a whole (in contrast to individual regions or industries) and giving priority to long-term price stability. The legal mandate is thus hierarchical: price stability as the overriding objective of monetary policy is prescribed by existing central bank legislation. However, it is up to the SNB itself to provide a specific interpretation of the meaning of this mandate. The National Bank has decided to do so in terms of a quantitative definition of price stability, rather than via short-term inflation targets. The importance of this distinction lies in the implied emphasis on the medium to long-term horizon. A definition of price stability, by its very nature, is valid for an extended period of time. A short-term inflation target, meanwhile, can be changed over time

8 As represented, for example, by Bernanke et al. (1999).

9 As represented, for example, by the views of Bernanke (2004) or Faust and Henderson (2004).

(and has been changed in the case of many inflation targeting countries). A quantitative definition of price stability therefore represents a more reliable commitment to monetary stability than an inflation target which can be adjusted over time in a discretionary and unpredictable manner. Consequently, it represents a central element in the National Bank's approach. The SNB is convinced that even for a central bank with a high credibility capital, such a commitment makes a valuable contribution to anchoring long-term expectations and market confidence.

The SNB defines price stability as a rise in the national CPI of less than 2 percent per annum. It is recognised that the CPI probably overstates actual inflation to some extent.¹⁰ As a result, price stability is equated with a slightly positive (measured) inflation rate. Deflation – i.e. a persistent downward trend in the price level – is clearly ruled out as inconsistent with price stability. The SNB's policy regarding inflation is based on a medium to long-term orientation. While it reacts decisively to an inflation rate that is persistently above 2 percent, there are situations in which it would permit temporary deviations from this mark. In a small open economy, exceptional situations with sharp exchange rate fluctuations can arise, causing inflation to move temporarily outside the price stability range. Abrupt price increases for imported goods, such as oil, or adjustments in certain tax rates can also result in a brief violation of the price stability definition. It is neither possible nor necessary for the central bank to prevent this.

The SNB's approach is based on clear recognition of the fact that its potential for short-term stabilisation of the real economy, included in its legal mandate as a subsidiary task, is improved by the strength of its commitment to long-run price stability. First of all, low long-term inflation and inflation expectations by themselves ensure that output and employment deviations from normal levels remain limited. Equally important, the more firmly long-term inflation expectations are anchored at a low level, the more successful the central bank can be in its contribution to preventing cyclical swings in output and employment. In addition, the SNB's approach strongly appreciates the insight that, in the long run, public perception of its policy is determined by actions, not words. A high level of credibility, based on its past policy record, is a precondition for a successful monetary policy under its current framework. Overly ambitious efforts at short-run stabilisation, therefore, could easily become counterproductive and must be avoided.

10 Brachinger, Schips and Stier (1999).

Beyond this, the SNB is of the firm belief that a clear perception of what the central bank can and cannot achieve increases the transparency of monetary policy, thereby augmenting effectiveness. Moreover, it helps improve the quality of public debate on monetary policy, including that relating to its potential for short-run stabilisation.

Finally, the well-known existence of lags in the transmission of monetary policy impulses dictates that monetary policy must be forward looking. In its quarterly reviews of its policy, the SNB publishes a forecast of future inflation over the three subsequent years. This inflation forecast plays an important role as the main indicator of the monetary policy stance in the new framework. The inflation forecast is employed, in principle, as suggested by standard inflation (forecast) targeting procedures. If the inflation forecast indicates a violation of the price stability range, monetary policy needs to be reviewed. If inflation threatens to exceed the 2 percent level, the SNB will consider tightening its monetary policy. If the forecast indicates a risk of deflation, it will consider relaxing its policy. The SNB never reacts mechanically to the inflation forecast, however; it always takes into account the general economic situation in determining its policy reaction. By publishing a medium to long-term inflation forecast, the SNB stresses the need to adopt a forward-looking approach and to react at an early stage to any inflation or deflation threats.

The inflation forecast is based on the assumption that the three-month Swiss franc Libor (the SNB's chosen reference rate) will remain constant over the forecasting period (conditional forecast) and is based on a scenario for the development of the world economy. The inflation forecast thus indicates the future course of prices under the assumption of specified economic conditions and an unchanged domestic monetary policy environment. The three-year horizon corresponds to the time normally needed for the complete transmission of monetary policy impulses.

Forecasts over such a horizon are obviously subject to formidable uncertainties. The National Bank has accumulated significant experience in the formation of inflation forecasts. The forecast is based on a variety of indicators and on the information provided by several technical forecasting models developed and run by the SNB's research staff, including a medium-sized and a small structural model of the Swiss economy, as well as different types of vector autoregression (VAR) and structural vector autoregression (SVAR) models, and combinations thereof. The SNB still values the information content of money and credit indicators, especially with regard to the medium to longer-term inflation perspectives. In its report on monetary policy, the SNB regularly issues statements on the development of the principal indicators

taken into account. In various issues of its Quarterly Bulletin, moreover, it has published details of the technical models it uses to forecast inflation. The publication of its inflation forecast helps market participants understand monetary policy decisions and form expectations. It is well understood that use of state-of-the-art technology in producing forecasts and intellectual honesty in employing them are essential instruments of transparency and accountability, and are a necessary prerequisite of a successful monetary policy.

The new framework has performed quite well so far, despite occurring in a period characterised by a variety of severe shocks and disturbances. The concept has been well received by the public and the financial community. After some brief initial reservations, it has quickly become accepted as an efficient instrument of central bank communication, allowing the SNB to explain the aim and direction of its policies effectively. Although based on a tradition of transparency and accountability already developed during the era of monetary targeting, it is generally perceived as a definite improvement on previously existing practices in these areas. This has been attested on numerous occasions by international organisations such as the IMF or the OECD.

11.3.4 Policy implementation

Another important change to the new policy framework concerns policy implementation. At the operational stage, the SNB currently implements its policy by influencing the interest rate level in the money market. Under its monetary targeting approach, it had preferred using bank reserves as its operational target variable. Under its current procedure, it fixes a target range for the three-month Libor in Swiss francs (the most important money market rate for Swiss franc investments) and publishes it regularly. Normally, this range has a width of one percentage point.

Additionally, the SNB determines and announces in which area of this fairly wide band it wishes the Libor to stay. In most cases, this is the mid-point of the announced target range. The justification for announcing a range, rather than a point target, is that this allows the SNB to react flexibly to shocks, especially foreign exchange market shocks or problems regarding liquidity distribution, without signalling a change in its basic policy perspective. The fact that for a small open economy with an important currency and financial market a certain short-run flexibility in interest rates is needed and desirable is well understood by market participants. Given the SNB's credibility accumulated over years of reliable, stability-oriented policymaking, defining policy in terms of a range is well able to firmly anchor the public's

perception of medium and long-term policy intentions. Consequently, permitting temporary fluctuations in the money market rates is possible without adversely affecting market expectations. The choice of the Libor, i.e. an offshore rate, is motivated by the depth and importance of this market, which cannot easily be manipulated by individual market participants and thus reflects true demand and supply conditions in the short-term market for Swiss franc funds. The choice of a three-month rate (rather than, say, the overnight rate) is again motivated by the desire to gain some flexibility in the very short-term rates. The SNB does not have direct control over the three-month Libor. It does control it indirectly, however, through its repo transactions with banks, which allow it to control rather closely the very short-maturity rates, especially the overnight rate. Through arbitrage and expectations, the three-month Libor is fairly closely linked to these very short-term rates. The SNB regularly reviews its target range for the three-month Libor at its quarterly policy assessments. If necessary, it may also change the target range between these regular assessments. The SNB explains the reasons for its decision on the day it is announced.

The transition to a short-term rate of interest as the operational target variable of SNB policy under the new concept was a natural step. While in the 1970s and 1980s, the SNB had used bank reserves – which were negatively related to short-term interest rates at that time – as its operational target variable, in the course of the 1990s it started to look increasingly directly at short-term rates to judge the ease or tightness of its policy. The main reasons for this were the instability of base money demand, which was increasingly perceived as a problem, and the fact that the financial innovations of the late 1980s had reduced not only the size of banks' demand for reserves, and thereby changed the composition of the monetary base, but also strongly lowered the interest rate elasticity of reserve demand. This in turn affected the link between bank reserves and contemporaneous short-term interest rates. Shifts in reserve demand under conditions of low interest elasticity of reserve demand result in a high volatility of short-term interest rates under a bank reserve target.

11.4 Policy performance: 1980–2005

11.4.1 Successes and failures

There is no question that overall, the SNB's policy approach and performance over the last twenty-five years have been highly successful. The inflation record of the SNB across this entire period is second to no other major central

bank. There were extended periods in which inflation consistently remained low, such as between 1982 and 1988 – at a time when this was not the case in many other countries in the industrialised world – and then again from 1993 to the present. The SNB has successfully managed to establish an environment of confidence and credibility. Together with the stability of the political system, this has been a major force in creating financial tranquillity and a level of nominal interest rates which has consistently stayed below that prevailing in other currency areas.

Nevertheless, the SNB's monetary policy was also marred by a number of failures, and it turned out to be quite controversial in certain phases. In particular, there were surges of inflation in 1980/1981 and then again in 1988–1990. In both cases, this made subsequent phases of monetary tightening and consolidation necessary, with the usual resulting stabilisation costs. In the early 1990s, especially, this consolidation period was marked by economic recession and sluggish growth – partly for reasons for which monetary policy cannot be held accountable – and resulted in criticism of monetary policy of a sort the SNB had not faced at any other time over the previous decades.

11.4.2 First critical episode: inflation surge of 1980–1981

As mentioned in 11.2.1 above, the SNB had temporarily abandoned its money stock policy due to an enormous real appreciation of the Swiss franc in 1978/1979, by very markedly surpassing its original money growth target for 1978 and then abstaining from setting such a target for 1979.

Many observers interpreted the subsequent surge in inflation in the years 1980/1981 as a belated, and to a certain extent, unavoidable consequence of this policy switch. As Rich points out, a belief developed, also among many SNB officials, that attempts to halt and reverse an excessive appreciation of the domestic currency through monetary expansion would inevitably lead to penalisation in the form of a subsequent acceleration in inflation.¹¹ According to Kurt Schiltknecht, Chairman Fritz Leutwiler, after his retirement from the National Bank in 1985, declared the policy change of 1978 to have been a major mistake, in retrospect.¹²

Such a judgement is wholly unjustified; the decision for monetary accommodation was appropriate at the time. The appreciation of the Swiss franc which took place then was so enormous that it could hardly be explained by

¹¹ Rich (2003), p. 27.

¹² Schiltknecht (1989), p. 253.

anything but a strong increase in the demand for Swiss currency. A non-accommodating policy, under these circumstances, would have caused very serious damage to the real economy.

The SNB was well aware of the fact that the liquidity expansion created in 1978/1979 would have to be eliminated again if inflationary consequences were to be avoided. In principle, it endeavoured to achieve just that, yet the surge in inflation of 1980/1981 still happened. What went wrong?

As Schiltknecht has argued, the SNB was too reluctant in 1979 and 1980 to reduce this monetary overhang. The author of this article came to the same conclusion in his early review of Swiss monetary policy of that period.¹³ Peter Kugler and Georg Rich maintain that the SNB adopted an insufficiently pre-emptive policy stance when the economy embarked on a cyclical expansion in 1979.¹⁴ Had it been able to rely on the inflation forecast procedures available today, rather than on the monetary targeting strategy it employed at the time, it would have pursued a more restrictive policy course in 1979 and 1980 than it actually did, and thus might have prevented the inflation acceleration experienced in 1980/1981. Of course, the SNB did not have these instruments at its disposal at the time. Had it paid more attention to the business cycle in determining its money growth targets, however, it might have achieved better results.¹⁵ In a way, this episode merely illustrates the difficulties of an independent monetary policy in an environment of unstable monetary conditions and a high degree of uncertainty.¹⁶

11.4.3 Second critical episode: monetary overexpansion of 1987–1990

The single major policy error the SNB made over the last twenty-five years was in the 1987–1989 period. Various factors combined to induce the SNB to pursue a policy course which, in retrospect, turned out to have been far too expansionary. All of these factors were difficult to judge at the time. It is easy to criticise the National Bank from today's vantage point. It is less clear whether another approach based on information available at the time would have been more successful in avoiding this mistake. Nevertheless, it is probably fair to say that a stronger reliance on interest rate signals would have been appropriate during that period.

This policy error caused the 1989/1990 surge in inflation. It led to a major speculative bubble in real estate in particular and to an overheated economy

13 Baltensperger (1985).

14 Kugler and Rich (2002).

15 Rich (2003), p. 27.

16 Baltensperger and Böhm (1984).

in general which, when the bubble burst and the boom came to an end after the necessary monetary policy correction in the early 1990s, represented a huge burden of adjustment for the Swiss financial sector and the country's real economy. These adjustment problems were not the only reason (another one being the slow course of major structural economic policy reforms), but they did contribute significantly to the sluggish course of the Swiss economy right through the first half of the 1990s. It is ironic – although not totally surprising – that public criticism of the SNB centred much more on the monetary restrictions of the early 1990s, which necessarily had to follow the monetary overexpansion of the late 1980s, rather than on the overexpansion itself.

What were the difficulties facing the SNB between 1987 and 1990? Characteristic of 1987 initially were a strong real appreciation of the Swiss franc and a slowdown in the real economy in Switzerland. This induced the National Bank to allow its monetary target to be exceeded. The stock market crash of October 1987 further induced the SNB, like other central banks all over the world, to inject additional liquidity into the economy.

The major difficulties for Swiss monetary policy during this period, however, were specific to Switzerland. They were caused by financial innovations, such as the introduction of SIC and the change in the liquidity requirements regulating banks' management of their liquidity positions. Both of these changes contributed to a large decline in the banking system's demand for base money reserves. That such a decline was to be expected was clear. Just how large it was going to be and how long the period would be for the banking system to adjust its behaviour to the new institutional environment were subject to a great deal of uncertainty, however. This made the SNB's task highly demanding and risky.

In December 1987, the National Bank worked with an estimation of the innovation-induced decline in base money demand of 3 percent for 1988. The fact that it did not adequately explain in its public announcement that it expected such a decline helped to create the perception that the SNB had not grasped the implications of these institutional changes for base money demand and monetary policymaking.

In any case, it turned out that bank reserve demand fell much more strongly and also more quickly than the SNB had assumed. Thus, in 1988, the SNB ended up undershooting its monetary target by about 7 percent. In spite of this, short-term interest rates fell sharply to very low levels, emitting signs that monetary policy was still very expansionary. The National Bank justified its slow response by its desire to ease the banks' adjustment to the new

institutional conditions. In retrospect, it can be concluded that it attempted to respond too gradually on this occasion.

Furthermore, in the course of 1988, it became clear that the economy, both in Switzerland and worldwide, was growing more strongly than had been anticipated. In Switzerland, in particular, it was approaching a state of overheating. Due to the SNB's slow response to the drop in base money demand, short-term interest rates continued to stay low, further fuelling the economic expansion and inflation pressures. Consequently, the course of monetary policy throughout 1988 remained highly expansionary, far more so than the SNB had originally intended.

In its December 1988 forecast for 1989, the SNB once again underestimated the expansion of the Swiss economy and again announced a course that would eventually turn out to be too easy. Only in 1989 did it start to tighten its policy by letting short-term interest rates rise to almost 9 percent by the end of the year (as compared to 5 percent at the beginning of the year). It had become clear by then that monetary policy over the preceding two to three years had been far too expansionary.

For 1990, the SNB correctly predicted a decline in output growth, but strongly underestimated the course of inflation, which accelerated to a rate exceeding 6 percent by mid-1990. As a result, it had to tighten its policy once more (after a temporary relaxation in the summer of 1990 because of the first signs of a cyclical slowdown). Again, it permitted less money growth than it had originally announced. The target deviation in 1990, in contrast to the preceding years, no longer reflected a downward shift in base money demand, but rather highlighted the necessity of pursuing a tighter monetary policy than originally anticipated in view of the dynamics of inflation.

The SNB's task in the late 1980s was complicated, in comparison to the situation in earlier times, by the development of a number of indexing mechanisms over the 1980s which helped to reinforce inflationary impulses, most notably one linking housing rents to mortgage interest rates. Since housing rents are an important influence on the Swiss CPI, inflation tends to increase in the short-run when monetary policy is tightened. This is one reason why the strength of the inflation increase in 1990/1991 was considerably underestimated by the SNB. Thus, while the policy course of 1987–1989 represents a clear policy mistake, it is difficult to say whether other approaches to policymaking would have helped the SNB to choose a better response. Again, the one conclusion which can be made is that it should have paid more attention to interest rate signals in this period.

11.4.4 Third critical episode: currency appreciation and monetary overrestriction of 1994–1995

By 1994, economic conditions in Switzerland had improved considerably. Inflation had declined to almost 2 percent and an economic recovery seemed to be around the corner. However, the situation was characterised by considerable uncertainty, both with respect to cyclical conditions and to inflation. Doubts as to the reliability of the economic recovery were still widespread. So too were fears of a possible reignition of inflation, not least in connection with the introduction of a new value added tax, which was to become effective at the beginning of 1995 and was expected to lead to a temporary jump in inflation.

The Swiss franc appreciated in real terms, creating challenging conditions for the Swiss export sector. The monetary base ceased to increase in the summer of 1994 and even began to decline again. Despite this signal of its monetary indicator, the SNB decided to adhere to a relatively restrictive policy which amounted to leaving interest rates unchanged at the level reached at the end of 1993. The main motivation for this was the concern about the potential inflationary effects of the expected cyclical upturn, together with the expected effects of the new value added tax. Ex post, it turned out, however, that the SNB, along with other forecasters, had overestimated the strength of the cyclical recovery.

Towards the end of 1994, the National Bank allowed short-term interest rates to decline somewhat. However, for 1995, the SNB (and many other forecasters) again overestimated output growth. Consequently, it could not yet convince itself to switch clearly to an easier policy. Actually, the monetary base grew less than it should have according to the SNB's intentions. The economic recovery remained weak, particularly because of a massive real appreciation of the Swiss franc. Finally, in the spring of 1995, the SNB began to reverse its course and to lower interest rates decisively. This helped to reverse the upward trend of the Swiss currency. The Swiss economy continued to stagnate, however, partly for external reasons (a slowdown in the German economy, in particular), causing the SNB to lower interest rates further in December 1995. This notwithstanding, the slump in the Swiss economy continued throughout 1996.

Several remarks are in order concerning this episode of Swiss monetary policy:

The SNB was very strongly criticised for its policy in 1994 and 1995, both at the time and ex post. While this criticism is justified for 1994 – its policy was clearly too restrictive in retrospect – inspection of the facts shows that

for 1995 it is not. The SNB first began to relax its policy at the end of 1994, and continued to loosen it decidedly after the spring of 1995. Of course, results would have been better had it already changed its course in the summer of 1994.

Many critics of the National Bank blamed this error on the monetary targeting framework it still adhered to at the time. The SNB was admonished for being a slave to its 'monetarist' convictions and tradition. This is not justified, however. In fact, the signals provided by its money indicator (being far below its target value) at the time pointed in the right direction, but were overruled in the SNB's decision process by other indicators supporting a different course.

One main reason for this policy error was a misjudgement of the cyclical development of the economy: business cycle expectations were too optimistic – not just those of the SNB, but also those of most other forecasters. An error remains an error, however. That said, realism and honesty suggest that this is a type of error which, in principle, can occur at any time under any policy strategy. No policymaker and no central bank strategy can be totally immune to misjudgements of this sort. Another reason for this misjudgement was the fear of reigniting inflation. This again was not totally unjustified at the time. The influence of the new value added tax has been mentioned. In addition, the recollection of the experience of 1980/1981, where the SNB had been too tardy in switching to a restrictive stance, thereby sparking an acceleration of inflation, probably weighed heavily on the minds of many SNB officials (and other observers).

Finally, it should be reiterated that the 'original' and major policy error at the outset of this entire process had occurred with the monetary overexpansion of 1987–1989. In a way, the problems of 1994/1995 represented a 'derived' problem in the aftermath of the inflation surge of the early 1990s and the need for monetary corrections made necessary by it.

11.4.5 Was the SNB's policy too monetarist and not flexible enough?

Some of the more extreme critics of SNB policy claim that Swiss monetary policy throughout the last twenty-five years was too strongly 'money stock-oriented' and not flexible enough. A representative example of such a view is found in Franz Ettlín and Serge Gaillard.¹⁷ These authors argue that Swiss monetary policy, until mid-1996, was characterised by a complete lack of willingness to use its instruments flexibly in the pursuit of economic stabilisation.

¹⁷ Ettlín and Gaillard (2001).

Throughout the entire 1989–1996 period in particular, it was far too restrictive and represented the main reason for the stagnation of the Swiss economy during this phase, in their opinion. A more expansionary policy, aimed at preventing exchange rate appreciations, would have allowed a much more favourable macroeconomic performance.

As the above discussion has shown, SNB policy over this period was not without its weaknesses. In this general form, however, the criticism is entirely untenable. SNB policy after Bretton Woods was characterised by a large amount of short-term flexibility from the beginning. The SNB demonstrated its readiness to deviate from announced money growth targets when this was deemed necessary as early as 1977/1978, in its response to the massive real exchange rate appreciation of those years. It did this in order to prevent damage to the real sector of the Swiss economy, in spite of the risks such a policy represented for its price stability objective. The SNB has proven on numerous other occasions that it was willing to take into account considerations and indicators other than money stock objectives in its policy decisions. Its record in terms of flexibility is thus much more favourable than is alleged by Ettlín and Gaillard. However, the SNB has always – correctly – kept its long-run commitment to price stability, and the money stock targets that were designed to serve this commitment, foremost in its mind. In those instances where inflation, for whatever reason, broke out of its price stability range, the SNB moved decisively to restore price stability. This was not a flaw, but rather the source of its overall success.

Ettlín and Gaillard argue that the National Bank should have conducted a much more expansionary monetary policy aimed at lowering interest rates and avoiding exchange rate appreciation for the Swiss currency between 1991 and 1996. Implicitly, they assume that such a policy course would have had no adverse effects on inflation, inflation expectations and long-run market rates of interest. In fact, this is an issue hardly touched upon by them. They merely see the beneficial effects their suggested policy would have had on aggregate demand.

However, this is an extremely unlikely course of events. Inflation expectations were not yet stabilised at low levels in 1991–1994. Fears of a reacceleration of inflation were still widespread. Such a policy would probably have been highly unstable and led to much greater problems in the years to come. The fact that after 1995, when inflation and inflation expectations were once again finally broken and stabilised at a low level, low interest rates were compatible with price stability and a revitalised economy is no evidence of the unlimited powers of an activist and expansionary monetary policy, as Ettlín

and Gaillard seem to believe. Rather, it confirms that economic stability and growth are enhanced, and low nominal interest rates caused, by a credible commitment to monetary stability.

It should also be mentioned that Ettlin and Gaillard claim that the SNB only changed its monetary policy stance after mid-1996, and they locate a break in SNB policy at this time. This allegation – which has been taken up by others – is not supported by facts. The National Bank's switch to an expansionary policy took place at the end of 1994 and, particularly, in the first half of 1995.

11.4.6 Should the SNB's policy have been more exchange rate-oriented?

The adoption of a strategy with a more explicit orientation towards the exchange rate was often suggested by various observers of SNB policy, especially during the 1990s.¹⁸ According to Rich, the National Bank did consider various possible schemes for combining monetary targeting and price level objectives with target zones for the exchange rate, especially the Swiss franc/German mark rate.¹⁹ However, based on the difficulties of such schemes as revealed in their international discussion, the SNB came to the conclusion – and rightly so – that their risks exceeded their benefits. If a narrow zone had been adopted, this would have been close to a return to a fixed exchange rate, with all its disadvantages – loss of monetary autonomy, disappearance of the Swiss interest rate bonus. Furthermore, it is not clear that an exchange rate peg, even against a currency characterised by price stability, such as the German mark, would have been consistent with a trend of stable prices in Switzerland, given the trend of real appreciation of the Swiss franc against the mark and other currencies observed over the last twenty-five years.

Under a fixed nominal exchange rate, such a trend, had it persisted, would have revealed itself in the form of a higher inflation in Switzerland.²⁰ Furthermore, given the strong commitment of the SNB to price stability in the past, an exchange rate orientation of Swiss monetary policy might have faced a severe credibility problem and speculative tests.²¹

The adoption of a wide exchange rate target zone, meanwhile, would not really have changed much. A general awareness in the public that the SNB was considering the exchange rate in its policy setting existed in any case. The choice of a specific target zone might even have been counterproductive, by

18 Cf., for example, Brunetti and Hefeker (1998); Weizsäcker (1998).

19 Rich (2003), p. 31.

20 Genberg and Kohli (1997).

21 Baltensperger, Fischer and Jordan (1999).

inducing speculative behaviour designed to test the seriousness of the SNB's commitment to defend this zone, or to reveal its boundaries in the case of an informal and not publicly announced range.

11.5 Conclusion

The National Bank has come a long way in its policy concept and policy execution over the last twenty-five years. As the review above shows, it has made a significant contribution to the intellectual debate on monetary policy concepts and their evolution over this period. The SNB played a pioneering role in the application of monetary targeting in the 1970s and 1980s. It attempted to transform this approach into a more explicitly flexible and medium-term oriented procedure in the 1990s. While well meant, this attempt met with mixed success. Finally, by defining its new concept, to become effective in December 1999, the SNB appears to have contributed to a new framework, which looks very modern in view of today's international discussion among leading monetary policy experts with regard to best practice monetary policy.

However, this essay ought to end on a humble note. While policy concepts are important and do matter, one should nevertheless always keep in mind that no framework or 'system' is fully error-proof, and no central banker is completely infallible. Thus, monetary policy, in all likelihood, will always remain an art. The SNB's experience with the application of its concepts in practical policy execution provides numerous illustrations of both the possible successes and the possible pitfalls in the performance of this art.

References

- Baltensperger, E. (1985), Disinflation – The Swiss experience, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 105 (2/3), pp. 271–309.
- Baltensperger, E., and P. Böhm (1984), Geldmengenpolitik und Inflationskontrolle. Möglichkeiten, Kosten, flankierende Massnahmen, SIASR Schriftenreihe, 6, Diessenhofen: Rüegger.
- Baltensperger, E., A. Fischer and T. J. Jordan (1999), Soll die Schweizerische Nationalbank den Franken an den Euro binden?, *Aussenwirtschaft*, 54 (1), pp. 25–48.
- Bernanke, B. (2004), Inflation targeting, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), pp. 165–168.
- Bernanke, B., T. Laubach, F. S. Mishkin and A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Brachinger, H. W., B. Schips and W. Stier (1999), Expertise zur Relevanz des Boskin-Reports für den schweizerischen Landesindex der Konsumentenpreise, Neuchâtel: Bundesamt für Statistik.
- Brunetti, A., and C. Hefeker (1998), Soll der Schweizer Franken an den Euro gebunden werden?, *Aussenwirtschaft*, 53 (4), pp. 511–538.
- Ettlín, F., and S. Gaillard (2001), Die 90er Jahre in der Schweiz: Eine wettbewerbsfähige Wirtschaft braucht eine stabilisierende Geldpolitik, in: J. Furrer and B. Gehrig (eds.), *Aspekte der schweizerischen Wirtschaftspolitik, Festschrift für Franz Jaeger*, pp. 267–294.
- Faust, H., and D. W. Henderson (2004), Is inflation targeting best-practice monetary policy?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), pp. 117–144.
- Genberg, H., and U. Kohli (1997), Recent development in Swiss monetary policy, in: P. Bachetta and W. Wasserfallen (eds.), *Economic Policy in Switzerland*, London: Macmillan, pp. 8–29.
- Issing, O. (1996), *Einführung in die Geldpolitik*, 6, Munich: Vahlen.
- Kugler P., and G. Rich (2002), Monetary policy under low interest rates: the experience of Switzerland in the late 1970s, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/ Swiss Journal of Economics and Statistics*, 138 (3), pp. 241–269.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Schiltknecht, K. (1989), Geldmengenpolitik und Wechselkurs: Der schweizerische Weg, in: N. Bub, D. Duwedag and R. Richter (eds.), *Geldwertsicherung und Wirtschaftsstabilität, Essays in Honour of Helmut Schlesinger*, Frankfurt am Main: Knapp.
- SNB (1982), *75^e anniversaire Banque nationale suisse – Les années 1957 à 1982*, Lausanne: Editions 24 Heures.
- SNB (1990), *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, 4, December, pp. 273–274.
- Weizsäcker, C.-C. von (1998), Ein Vorschlag zur Wechselkurspolitik der Schweiz, *Neue Zürcher Zeitung*, 31 January, 25, p. 85, Zurich.

12 Inflation targeting: true progress or repackaging of an old idea?¹

FREDERIC S. MISHKIN

12.1 Introduction

In 1990, a new monetary strategy was born: inflation targeting. Inflation targeting embodies five key elements:

1. Public announcement of medium-term numerical targets for inflation.
2. An institutional commitment to price stability as the primary, long-run goal of monetary policy and a commitment to achieve the inflation goal.
3. An information-inclusive strategy in which many variables and not just monetary aggregates are used in making decisions about monetary policy.
4. Increased transparency of the monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans and objectives of monetary policymakers.
5. Increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives.

Since the initial adoption of inflation targeting in early 1990 by New Zealand, inflation targeting has grown in popularity: over twenty countries have adopted this monetary strategy, and once adopted, no country has abandoned inflation targeting unless it opted to give up monetary policy independence altogether by joining the European Monetary Union (such as Finland and Spain).

How new an idea is inflation targeting? After all, many central banks had made price stability a goal long before the advent of inflation targeting. Is inflation targeting really a major step forward in central bank practice, or is it nothing more than just old wine in a new bottle?

This paper examines these questions by providing a history of the economic ideas and central bank practices over the last forty-five years that led to the development of inflation targeting. It will argue that there has been an evolution of ideas and central bank practices that have led to current thinking on what constitutes best practice in central banking, and that inflation targeting is the culmination of this process. Inflation targeting is indeed something new and can be regarded as true progress given its many advantages

1 Any views expressed in this paper are those of the author only and not those of Columbia University or the National Bureau of Economic Research. I would like to thank Ulrich Kohli for his comments.

over earlier monetary policy strategies. It is not revolutionary, however: rather it is a refinement of what has gone before. In fact, inflation targeting continues to evolve as we speak and will continue to be improved in the future.

12.2 Central banking in the 1960s

The 1960s began with a relatively benign inflation environment, particularly in the United States, where inflation was running at an annual rate of a little over 1 percent. (Inflation rates were higher in countries such as the United Kingdom, Germany, France and Japan, but were still below 4 percent in 1960.) The strategy at the Federal Reserve and many other central banks was one in which the central banks focused on ‘money market conditions’, in other words on variables such as nominal interest rates, bank borrowings from the central bank and free reserves (excess reserves minus borrowings).² In addition, economists armed with Keynesian macroeconomic models argued that they could fine-tune the economy to produce maximum employment with only slight inflation consequences. Particularly influential at the time was a famous paper by Paul Samuelson and Robert Solow³ which argued that work by Alban Phillips,⁴ which became known as the Phillips curve, suggested that there was a long-run trade-off between unemployment and inflation and that this trade-off should be exploited. Indeed, Samuelson and Solow even mentioned that a non-perfectionist’s goal of a 3 percent unemployment rate could be attained at what they considered to be a low cost of inflation of 4 to 5 percent per year. This thinking by the then dominant Keynesian economists led to increased monetary and fiscal policy activism to get the economy to full employment. However, the subsequent economic record was not a happy one. Inflation accelerated, with the inflation rate in the US and other industrialised countries eventually climbing to above 10 percent in the 1970s, leading to what has been dubbed the Great Inflation, while the unemployment rate deteriorated from the performance in the 1950s.

The counterattack to policy activism initially came from the monetarists led by Milton Friedman. Friedman, in a series of famous publications in 1963, established that fluctuations in the growth rate of the money supply were far more capable of explaining economic fluctuations and inflation than nominal interest rates.⁵ Karl Brunner and Alan Meltzer in a Congressional

2 For a description of economic thinking and monetary policy practice in the 1960s, cf. Mayer (1998); Romer and Romer (2002).

3 Samuelson and Solow (1960).

4 Phillips (1958).

5 Friedman and Schwartz (1963a, 1963b); Friedman and Meiselman (1963).

testimony criticised the use of money market conditions to guide monetary policy and suggested that targeting monetary aggregates would produce better policy outcomes.⁶ In his famous 1967 presidential address to the American Economic Association (published in 1968), Friedman⁷ along with Edmund Phelps argued that there was no long-term trade-off between unemployment and inflation, but rather the economy would gravitate to a natural rate of unemployment in the long run no matter what the rate of inflation.⁸ In other words, the long-run Phillips curve would be vertical, and attempts to lower unemployment below the natural rate would only result in higher inflation. The monetarist counterattack implied that monetary policy should be focused on control of inflation and that the best way to do this would be to pursue steady growth in the money supply.

12.3 Central banking in the 1970s: the advent of monetary targeting

The monetarist counterattack was not successful at first in getting central banks to increase their focus on controlling inflation and money supply growth. In the early 1970s, estimates of the parameters of the Phillips curve did not yet suggest that the long-run Phillips curve was vertical. Furthermore, economists and policymakers were not fully aware of the importance of expectations to the effect of monetary policy on the economy, which would have led them to accept the Friedman-Phelps natural rate hypothesis more quickly. Also, estimates of the natural rate of unemployment were far too low, thus suggesting that increases in inflation, which were occurring at then prevalent unemployment rates, were the result of special factors and not an overly expansionary monetary policy.⁹

Starting in the early 1970s, Robert Lucas launched the rational expectations revolution in a series of papers.¹⁰ The theory of rational expectations made it immediately clear why there could be no long-run trade-off between unemployment and inflation, so that attempting to lower unemployment below the natural rate would only lead to higher inflation, and no improvement in performance in output or employment. Indeed, one implication of rational expectations in a world of flexible wages and prices was the policy ineffectiveness

6 Brunner and Meltzer (1964a, 1964b, 1964c).

7 Friedman (1968).

8 Phelps (1967).

9 Mayer (1998); Romer and Romer (2002).

10 Lucas (1972, 1973, 1976). The paper of 1976 was already very influential in 1973, when it was initially presented at the first Carnegie-Rochester Conference. Note that, although Muth (1960, 1961) introduced the idea of rational expectations over ten years earlier, his work went largely unnoticed until resurrected by Lucas.

proposition which suggested that a constant money growth rate rule along the lines suggested by Friedman does as well as any other deterministic policy rule with feedback.¹¹ All that policy activism advocated by Keynesian economists would produce would be higher and more variable rates of inflation.

The rational expectations revolution also made clearer the need for the use of a nominal anchor, a nominal variable such as the inflation rate or the money supply, which ties down the price level to achieve price stability. Adherence to a nominal anchor that keeps the nominal variable within a narrow range promotes price stability by directly promoting low and stable inflation expectations.

Events on the ground were also leading to a rejection of policy activism. Inflation began a steady rise in the 1960s and, in the aftermath of the 1973 oil price shock, it climbed to double-digit levels in many countries. Economists,¹² but also the public and politicians, began to discuss the high costs of inflation. The ideas espoused by monetarists that central banks needed to control the growth rate of monetary aggregates came to the fore.

In the mid-1970s, a number of industrialised countries began to engage in monetary targeting, which involved three elements. Firstly, reliance on information conveyed by a monetary aggregate to conduct monetary policy, secondly, the announcement of medium-term targets for monetary aggregates, and finally, some accountability mechanism to preclude large and systematic deviations from the monetary targets.¹³ The Federal Reserve started to follow weekly tracking paths for M_1 and indicated its preferred behaviour for M_2 . Then, in 1975, in response to a Congressional resolution, the Federal Reserve began to announce publicly its targets for money growth. The UK commenced informal targeting of a broad monetary aggregate, sterling M_3 , in late 1973, and began formal publication of targets in 1976. The Bank of Canada instituted monetary targeting in 1975, under a programme of 'monetary gradualism', in which M_1 growth was to be controlled with a gradually falling target range. In late 1974, both the Deutsche Bundesbank and the Swiss National Bank began to announce money stock targets, with the Bundesbank choosing to target central bank money, a narrow aggregate that was the sum of currency in circulation and bank deposits weighted by the 1974 required reserve ratios, and the SNB targeting M_1 . In 1978, the Bank of Japan announced 'forecasts' of growth rates of M_2 (and after 1979, $M_2 + \text{CDs}$, certificates of deposit).

11 Sargent and Wallace (1975).

12 Cf., for example, the surveys in Fischer (1993); Anderson and Gruen (1995).

13 Cf. Bernanke and Mishkin (1992).

12.4 Central banking in the late 1970s and 1980s: the failure of monetary targeting?

Monetary targeting had several potential advantages over previous approaches to the conduct of monetary policy. Announced figures for monetary aggregates are typically reported periodically with very short time lags, within a couple of weeks, allowing monetary targets to send signals almost immediately to both the public and markets about the stance of monetary policy and the intentions of policymakers to keep inflation in check. These signals can help to modify inflation expectations and produce less inflation. Monetary targets also have the advantage of being able to promote almost immediate accountability of monetary policy to keep inflation low.

These advantages of monetary aggregate targeting depend on one key assumption: there must be a strong and reliable relationship between the goal variable (inflation or nominal income) and the targeted aggregate. If there is velocity instability, so that the relationship between the monetary aggregate and the goal variable is weak, then monetary aggregate targeting will not work. The weak relationship implies that hitting the target will not produce the desired outcome on the goal variable and thus the monetary aggregate will no longer provide an adequate signal about the monetary policy stance. The breakdown of the relationship between monetary aggregates and goal variables, such as inflation and nominal income, was common, not only in the United States,¹⁴ but also in Germany.¹⁵ A similar problem of instability in the money-inflation relationship has been found in emerging market countries, such as those in Latin America.¹⁶

Monetary targeting in the US, Canada and the UK did not prove to be successful in controlling inflation. There are two interpretations for why this was the case. One is that monetary targeting was not pursued seriously, so it never had a chance to be successful. The Federal Reserve, the Bank of Canada and the Bank of England, in particular, engaged in substantial game-playing in which they targeted multiple aggregates, allowed base drift, did not announce targets on a regular schedule, used artificial means to bring down the growth of a targeted aggregate (the corset in the UK), regularly overshot their targets without reversing the overshoot later and often obscured why deviations from the monetary targets occurred.¹⁷

The second reason for monetary targeting's lack of success was the increasing

14 Stock and Watson (1989); Friedman and Kuttner (1993).

15 Estrella and Mishkin (1997).

16 Mishkin and Savastano (2001).

17 Cf. Bernanke and Mishkin (1992).

instability of the relationship between monetary aggregates and goal variables, such as inflation (or nominal income), meant that this strategy was doomed to failure and indeed was not pursued seriously, because to do so would have been a mistake. By the early 1980s, it was becoming very clear that the relationship between monetary aggregates and inflation and nominal income had broken down and all three countries formally abandoned monetary targeting. Or as Gerald Bouey, a former governor of the Bank of Canada, put it: “We didn’t abandon monetary aggregates, they abandoned us.”

The problems that an unstable relationship between money and inflation creates for monetary targeting are further illustrated by the experience of Switzerland between 1989 and 1992, which was not a happy one for the Swiss National Bank because it failed to maintain price stability after it had successfully reduced inflation.¹⁸ The substantial overshoot of inflation from 1989 to 1992, reaching levels above 5 percent, was due to two factors. The first was that the strength of the Swiss franc from 1985 to 1987 caused the SNB to allow the monetary base to grow at a rate greater than the 2 percent target in 1987 and then caused it to raise the money growth target to 3 percent for 1988. The second arose from the introduction of a new interbank payment system, Swiss Interbank Clearing (SIC), and a wide-ranging revision of the commercial banks’ liquidity requirements in 1988. The result of the shocks to the exchange rate and the shift in the demand for monetary base arising from the institutional changes mentioned above created a serious problem for the SNB’s targeted aggregate. As 1988 unfolded, it became clear that the National Bank had miscalculated the effects of these shocks, so that monetary policy was too easy even though the monetary target had been undershot. The result was a subsequent rise in inflation to above the 5 percent level. As a result of this experience, the National Bank moved away from monetary targeting; first, by not specifying a horizon for its target when announcing it at the end of 1990, and then, by moving to a horizon of five years for the target, until it abandoned monetary targeting altogether in 1999.

The German (and the initial Swiss) experience with monetary targeting was in general successful, and understanding why will help to explain how monetary policy practice evolved towards inflation targeting. As argued by Jürgen von Hagen,¹⁹ the adoption of monetary targeting by the Bundesbank in late 1974 arose from the decision-making and strategic problems that it faced at the time. Under the Bretton Woods regime, the Bundesbank had lost

18 Cf., for example, Rich (1997).

19 Hagen (1999).

the ability to control monetary policy. Focusing on a monetary aggregate was a way for it to regain control over the conduct of monetary policy. German inflation was also very high (at least by German standards), reaching 7 percent in 1974, and yet the economy was weakening. The Bundesbank adopted a monetary target in an effort to resist political pressure and signal to the public that it would keep a close eye on monetary expansion. It was also concerned that pursuing price stability and aiming at full employment and high output growth would lead to policy activism, which in turn would lead to inflationary monetary policy. Monetary targeting also had the advantage of indicating that the Bundesbank was responsible for controlling inflation in the longer term, but should not try to fight temporary bursts of inflation, particularly if they came from non-monetary sources.

The circumstances of the adoption of monetary targeting regimes in Germany (and also Switzerland) led to several important design features. These monetary targeting regimes were not bound by monetarist orthodoxy and were very far from a Friedman-type monetary targeting rule, in which a monetary aggregate is kept on a constant growth rate path and is the primary focus of monetary policy.²⁰ The Bundesbank allowed growth outside its target ranges for periods of two to three years, with the result that its target overshoots were reversed. Monetary targeting in Germany and Switzerland was primarily a method of communicating the monetary policy strategy that focused on long-run considerations and the control of inflation.

The calculation of monetary target ranges put a great deal of emphasis on making policy transparent (clear, simple and understandable) and on regular communication with the public. Firstly, a numerical inflation goal was prominently featured in the setting of target ranges which was a very public exercise. The Bundesbank's setting of targets used a quantity theory equation to derive the monetary target growth rate using the numerical inflation goal, estimated potential output growth and expected velocity trends. The use of estimated potential output growth, rather than a desired path of actual output growth, in setting the monetary targets was an important feature of the strategy, as it signalled that the Bundesbank would not be focusing on short-run output objectives. Secondly, monetary targeting, far from being a rigid policy rule, was quite flexible in practice. The target ranges for money growth were missed approximately 50 percent of the time in Germany, often because the Bundesbank also focused on other objectives, including output and

20 Issing (1996).

exchange rates.²¹ Furthermore, the Bundesbank demonstrated its flexibility by allowing its inflation goal to vary over time and to converge quite gradually with the long-run inflation goal.

When the Bundesbank first set its monetary targets at the end of 1974, it announced a medium-term inflation goal of 4 percent, well above what it considered to be an appropriate long-run goal for inflation. It clarified that this medium-term inflation goal differed from the long-run goal by labelling it the 'unavoidable rate of price increase'. Its gradualist approach to reducing inflation led to a period of nine years before the medium-term inflation goal was considered consistent with price stability. When this occurred at the end of 1984, the medium-term inflation goal was renamed the 'normative rate of price increases' and was set at 2 percent and continued at this level until 1997, when it was changed to 1.5–2 percent. The Bundesbank also responded to negative supply shocks and restrictions in the supply of energy or raw materials that pushed up the price level by raising its medium-term inflation goal. One specific case occurred in the wake of the second oil price shock in 1980, when it raised the 'unavoidable rate of price increase' from 3.5–4 percent.

The monetary targeting regimes in Germany and Switzerland demonstrated a strong commitment to the communication of the strategy to the general public. The money growth targets were continually used as a framework in explaining the monetary policy strategy, and both the Bundesbank and the SNB devoted tremendous effort – in their publications and frequent speeches alike – to communicate to the public what the central bank was trying to achieve. Indeed, given that both central banks frequently missed their money growth targets by significant amounts, their monetary targeting frameworks are best viewed as a mechanism for transparently communicating how monetary policy was being directed to achieve their inflation goals and as a means of increasing the accountability of the central bank.

Germany's monetary targeting regime was successful in producing low inflation, and its success was envied by many other countries, which also explains why it was chosen as the anchor country for the Exchange Rate Mechanism. One clear indication of Germany's success was in the aftermath of German reunification in 1990. Despite a temporary surge in inflation stemming from the terms of reunification, high wage demands and fiscal expansion, the Bundesbank was able to keep these temporary effects from becom-

21 Cf. Hagen (1995); Neumann and Hagen (1993); Clarida and Gertler (1997); Mishkin and Posen (1997); Bernanke and Mihov (1997).

ing embedded in the inflation process, and by 1995, inflation fell back down below the Bundesbank's normative inflation goal of 2 percent.

The experience of Germany and Switzerland illustrates that much of the success of their monetary policy regimes resulted from their active use of the monetary targeting strategy to communicate clearly a long-run strategy of inflation control. Both central banks used monetary targeting to state the objectives of monetary policy in a clear manner and to explain that policy actions remained focused on long-run price stability when targets were missed. The active communication with the public by the Bundesbank and the SNB increased their transparency and accountability. In contrast, the game-playing which was a feature of monetary targeting in the United States, the United Kingdom and Canada hindered the communication process so that the transparency and accountability of the central banks in these countries were not enhanced.

The German and Swiss experiences also show that the two central banks were quite flexible in their monetary targeting approach and did not come even close to following a rigid rule. Despite a flexible approach to monetary targeting, which included tolerating target misses and gradual disinflation, Germany and Switzerland demonstrated that flexibility is consistent with successful inflation control. Their key to success was seriousness in pursuing the long-run goal of price stability and actively engaging public support for this task.

The weak relationship between money and nominal income, however, implies that hitting a monetary target does not produce the desired outcome for a goal variable such as inflation. Furthermore, the monetary aggregate no longer provides an adequate signal about the stance of monetary policy. Thus, except under very unusual circumstances, monetary targeting does not provide a good nominal anchor or help to modify inflation expectations. In addition, an unreliable relationship between monetary aggregates and goal variables makes it more difficult for monetary targeting to serve as a communications device that increases the transparency of monetary policy and makes the central bank accountable to the public.

12.5 The search for a better nominal anchor: the birth of inflation targeting in the 1990s

The rational expectations revolution also provided a more subtle reason explaining the importance of a nominal anchor in the papers by Finn Kydland and Edward Prescott, Guillermo Calvo, as well as Robert Barro and David Gordon on the time-inconsistency problem, in which monetary policy

conducted on a discretionary, day-to-day basis leads to poor outcomes in the long term.²² Optimal monetary policy should not try to exploit the short-run trade-off between unemployment and inflation by pursuing overly expansionary policy, because decisions concerning wages and prices reflect workers' and firms' expectations about policy; when they see a central bank pursuing an expansionary policy, workers and firms raise their expectations about inflation, and push wages and prices up. The rise in wages and prices leads to higher inflation, but does not result in higher output on average. Monetary policymakers, however, are tempted to pursue a discretionary monetary policy that is more expansionary than firms or people expect, because such a policy would boost economic output (or lower unemployment) in the short-run. In other words, the monetary policymakers find themselves unable to follow an optimal plan consistently over time; the optimal plan is time-inconsistent and is soon abandoned.

One undesirable feature of the time-inconsistency literature first raised by Bennett McCallum and elaborated on by Frederic Mishkin is that the time-inconsistency problem by itself does not imply that a central bank will pursue expansionary monetary policy which leads to inflation.²³ Simply by recognising the problem that forward-looking expectations in the wage and price setting process create for a strategy of pursuing expansionary monetary policy, monetary policymakers can decide to 'just not do it', that is, not pursue expansionary policy, and avoid the time-inconsistency problem altogether. Although central bankers are fully aware of the time-inconsistency problem, it still remains a problem because politicians are able to put pressure on central banks to pursue an overly expansionary monetary policy.²⁴

Putting in place a strong nominal anchor can help to prevent the time-inconsistency problem in monetary policy by providing an expected constraint on discretionary policy. A strong nominal anchor can help to ensure that the central bank will focus on the long term and resist the temptation or political pressures to pursue short-run expansionary policies that are inconsistent with the long-run price stability goal. However, as we have seen, a monetary target will have trouble serving as a strong nominal anchor if the relationship between money and inflation is unstable. The disappointments with monetary targeting led to a search for a better nominal anchor and resulted in the development of inflation targeting in the 1990s.

22 Kydland and Prescott (1977); Calvo (1978); Barro and Gordon (1983).

23 McCallum (1995); Mishkin (2000a).

24 For an example of how the time-inconsistency problem can be modelled as resulting from political pressure, cf. Mishkin and Westelius (2006).

Inflation targeting evolved from monetary targeting by adopting its most successful elements: an institutional commitment to price stability as the primary long-run goal of monetary policy and to the achievement of the inflation goal; increased transparency through communication with the public about the objectives of monetary policy and the plans for policy actions to achieve these objectives; and increased accountability of the central bank to achieve its inflation objectives. Inflation targeting, however, differs from monetary targeting in two key dimensions. Rather than announce a monetary aggregate target, the central bank publicly announces a medium-term numerical target for inflation and makes use of an information-inclusive strategy, with a reduced role for intermediate targets such as money growth.

The first country to adopt inflation targeting was New Zealand. After bringing inflation down from almost 17 percent in 1985 to the vicinity of 5 percent by 1989, the New Zealand parliament passed a new Reserve Bank of New Zealand Act in 1989, which entered into effect on 1 February 1990. Besides increasing the independence of the central bank, moving it from being one of the least independent to one of the most independent among the industrialised countries, the new act also committed the Reserve Bank to the sole objective of price stability. It stipulated that the Minister of Finance and the Governor of the Reserve Bank should negotiate and make public a Policy Targets Agreement that sets out the targets by which monetary policy performance would be evaluated. These agreements have specified numerical target ranges for inflation and the dates by which they were to be reached. The first one, signed by the Minister of Finance and the Governor of the Reserve Bank on 2 March 1990, directed the Reserve Bank to achieve an annual inflation rate of 3–5 percent by the end of 1990 with a gradual reduction in subsequent years to a 0–2 percent range by 1992 (changed to 1993), which was kept until the end of 1996, when the range was changed to 0–3 percent and then to 1–3 percent in 2002.

New Zealand was followed by Canada, which announced inflation targets in February 1991, by Israel in January 1992, by the United Kingdom in October 1992, by Sweden in January 1993 and by Finland in February 1993. (Chile adopted a softer form of inflation targeting in January 1991.)²⁵ Since its inception, more than twenty countries have adopted inflation targeting, including

25 The dating of adoption of inflation targeting is not always clear-cut. The dates used here are from Mishkin and Schmidt-Hebbel (2002).

Switzerland in January 2000,²⁶ and new ones join the inflation targeting club every year.

Inflation targeting superseded monetary targeting because of its several advantages. First, inflation targeting does not rely on a stable money-inflation relationship, so that large velocity shocks which distort this relationship are largely irrelevant to monetary policy performance.²⁷ Second, the use of more information, and not primarily one variable, to determine the best settings for policy, has the potential to produce better policy settings. Third, an inflation target is readily understood by the public because changes in prices are of immediate and direct concern, while monetary aggregates are farther removed from peoples' experience. Inflation targets are therefore better at enhancing the transparency of monetary policy, as they make the objectives of the monetary authorities clearer. This does not mean that monetary targets could not serve as a useful communication device and increase accountability to control inflation as they did in Germany and Switzerland. However, once the relationship between monetary aggregates and inflation breaks down, as it has repeatedly (particularly in Switzerland), monetary targets lose a substantial degree of transparency, because the central bank then has to provide complicated explanations as to why it is appropriate to deviate from the monetary target. Finally, inflation targets increase central bank accountability, as the central bank's performance can now be measured against a clearly defined target. Given the unstable money-inflation relationship, monetary targets work less well in this regard, which makes it harder to impose accountability on the central bank, because the central bank will necessarily miss its monetary targets frequently, as in the case of the Bundesbank, which missed its target ranges over half of the time.

26 Switzerland does not like to refer to its regime as inflation targeting, although it meets all of the criteria for inflation targeting outlined above. The Swiss regime does differ in some elements from inflation targeting regimes in countries like the United Kingdom and New Zealand in that the central bank – rather than the government – determines the numerical inflation goal, and the time horizon for the achievement of the inflation goal is not announced. The Swiss monetary policy regime is therefore more flexible than some other inflation targeting. Nonetheless, there are differing degrees of flexibility in the way inflation targeting is practised and the Swiss regime fits the definition of inflation targeting used in Bernanke et al. (1999) and in much of the literature. Officials at the SNB, when asked why they do not like to use the term inflation targeting, explain that they see their regime as highly flexible and the use of the word target might be misconstrued by the public.

27 An unstable relationship between money and inflation could make inflation targeting more difficult, since there is less information in the monetary aggregates to help forecast inflation. However, successful inflation targeting is not dependent on having a stable money-inflation relationship as long as other information enables the monetary authorities to forecast future inflation and the impact of the current monetary policy stance on the economy.

A key feature of all inflation targeting regimes is that they put enormous emphasis on transparency and communication. Inflation targeting central banks communicate frequently with the government – some of their exchanges are mandated by law and some are in response to informal inquiries – and their officials take every opportunity to hold public speeches on their monetary policy strategy. Communication of this type is prominent among central banks that have not adopted inflation targeting, including monetary targeters such as the Bundesbank and the SNB, and non-targeters, such as the Federal Reserve. However, inflation targeting central banks have taken public outreach a number of steps further: not only have they engaged in extended public information campaigns, including the distribution of glossy brochures, but they have also begun to publish inflation report type documents (originated by the Bank of England).

The publication of inflation reports is particularly noteworthy, because these documents depart from the usual, dull-looking, formal reports of central banks and take on the best elements of textbook writing (fancy graphs, use of boxes) in order to better communicate with the public. Inflation reports are far more user friendly than previous central bank documents and explain the goals and limitations of monetary policy, including the rationale for inflation targets, the numerical values of the inflation targets and how they were determined, how the inflation targets are to be achieved, given current economic conditions, and reasons for any deviations from targets. Almost all such reports provide inflation forecasts, while the majority provide output forecasts, and some provide a projection of the policy path for interest rates.²⁸ These communication efforts have improved private sector planning by reducing uncertainty about monetary policy, interest rates and inflation; they have promoted public debate of monetary policy, in part by educating the public about what a central bank can and cannot achieve; and they have helped to clarify the responsibilities of the central bank and of politicians in the conduct of monetary policy.

Because an explicit numerical inflation target increases the accountability of a central bank with respect to controlling inflation, inflation targeting also has the potential to reduce the likelihood that a central bank will suffer from the time-inconsistency problem in which it reneges on the optimal plan and instead tries to expand output and employment by pursuing an overly expansionary monetary policy. However, since time-inconsistency is more likely to stem from political pressures on the central bank to engage in an overly

28 Cf. table 1 in Mishkin (2004).

expansionary monetary policy, a key advantage of inflation targeting is that it is better able to focus the political debate on what a central bank can do in the long term – that is, control inflation – rather than what it cannot do – permanently raise economic growth and the number of jobs through expansionary monetary policy.²⁹ Inflation targeting thus appears to reduce political pressures on the central bank to pursue inflationary monetary policy and thereby reduces the likelihood of time-inconsistent policymaking.

Although inflation targeting has the ability to limit the time-inconsistency problem, it does not do so by adopting a rigid rule, and thus has much in common with the flexibility of earlier monetary targeting regimes. Inflation targeting has ‘rule-like’ features in that it involves forward-looking behaviour that limits policymakers from systematically engaging in policies with undesirable long-run consequences. Rather than using a rigid rule, it employs what Ben Bernanke and Frederic Mishkin have dubbed “constrained discretion”.³⁰ Inflation targeting allows for some flexibility, but constrains policymakers from pursuing an overly expansionary (or contractionary) monetary policy.

Inflation targeting does not ignore traditional output stabilisation, but puts it into a longer-term context. Inflation-targeting regimes allow flexibility to deal with supply shocks and have allowed the target to be reduced gradually to the long-run inflation goal when inflation is initially far from this goal (also a feature of monetary targeters, such as Germany). As Lars Svensson has shown, a gradual movement of the inflation target towards the long-run price stability goal indicates that output fluctuations are a concern (in the objective function) of monetary policy.³¹ In addition, inflation targeters have emphasised that the floor of the range should be as binding a commitment as the ceiling, indicating that they are just as concerned about output fluctuations as they are about inflation. Inflation targeting is therefore better described as ‘flexible inflation targeting’.

The above discussion suggests that, although inflation targeting has indeed evolved from earlier monetary policy strategies, it does represent true progress. But how has inflation targeting fared? Has it actually led to better economic performance?

29 A remarkable example of this occurred in Canada in 1996, when a public debate ensued over a speech by the president of the Canadian Economic Association criticising the Bank of Canada. Cf. Mishkin and Posen (1997); Bernanke et al. (1999).

30 Bernanke and Mishkin (1997).

31 Svensson (1997).

The simple answer to this question is essentially yes, albeit with some qualifications.³² This conclusion is derived from the following four results:³³

- Inflation levels (and volatility), as well as interest rates, declined after countries adopted inflation targeting.
- Output volatility did not worsen, if anything it improved, after adoption of inflation targeting.
- Exchange rate pass-through seems to be attenuated by adoption of inflation targeting.³⁴
- The fall in inflation levels and volatility, interest rates and output volatility was part of a worldwide trend in the 1990s, and inflation targeters did no better in terms of these variables or in terms of exchange rate pass-through than non-inflation-targeting industrialised countries, such as the United States or Germany.^{35 36}

32 This is the conclusion in a recent paper presented to the Executive Board of the IMF; cf. Roger and Stone (2005).

33 There is also some mildly favourable evidence on the impact of inflation targeting on sacrifice ratios. Bernanke et al. (1999) did not find that sacrifice ratios in industrialised countries fell with the adoption of inflation targeting, while Corbo, Landerretche and Schmidt-Hebbel (2002) – with a larger sample of inflation targeters – concluded that inflation targets did lead to an improvement in sacrifice ratios. However, defining sacrifice ratios is extremely tricky, so less weight should be put on this evidence. Sabban, Rozada and Powell (2003) also find that inflation targeting leads to nominal exchange rate movements that are more responsive to real shocks, rather than nominal shocks. This might indicate that inflation targeting can help the nominal exchange rate to act as a shock absorber for the real economy.

34 Lower exchange rate pass-through might be seen as a drawback because it weakens this channel of the monetary policy transmission mechanism. As long as other channels of monetary policy transmission are still strong, however, the monetary authorities still have the ability to keep inflation under control.

35 For evidence supporting the first three results, cf., for example, Bernanke et al. (1999); Corbo, Landerretche and Schmidt-Hebbel (2002); Neumann and Hagen (2002); Hu (2003); Truman (2003); Ball and Sheridan (2005).

36 Ball and Sheridan (2005) is one of the few empirical papers that is critical of inflation targeting: it argues that the apparent success of inflation targeting countries is just a reflection of regression towards the mean: that is, countries that start with higher inflation are more likely to find that inflation will fall faster than countries that start with an initially low inflation rate. Since countries that adopted inflation targeting generally had higher initial inflation rates, their larger decline in inflation merely reflects a general tendency of all countries, both targeters and non-targeters, to achieve better inflation and output performance in the 1990s, when inflation targeting was adopted. This paper has been criticised on several grounds and its conclusion that inflation targeting had nothing to do with improved economic performance is unwarranted: cf. Hyvonen (2004); Gertler (2005); Mishkin and Schmidt-Hebbel (2005). However, Ball and Sheridan's paper does raise a serious question because inflation targeting is clearly an endogenous choice, and so finding that better performance is associated with inflation targeting may not imply that inflation targeting causes this better performance. Mishkin and Schmidt-Hebbel (2005) do attempt to deal explicitly with the potential endogeneity of adoption of inflation targeting through the use of instrumental variables and continues to find favourable results on inflation targeting performance.

The fourth result – that inflation and output performance of inflation-targeting countries improves, but is no better than that of countries like the US and Germany – also suggests that what is really important to successful monetary policy is the establishment of a strong nominal anchor. As pointed out in a number of papers, Germany was able to create a strong nominal anchor with its monetary targeting procedure.³⁷ In the US, the strong nominal anchor was Alan Greenspan and is now his successor Ben Bernanke.³⁸ Although inflation targeting is one way to establish a strong nominal anchor, it is not the only way. It is not at all clear that inflation targeting would have improved performance in the US during the Greenspan era, although it might well do so after Greenspan or his successor Ben Bernanke is gone.³⁹ Furthermore, as has already been emphasised, an inflation target by itself is not capable of establishing a strong nominal anchor if the government pursues irresponsible fiscal policy or inadequate prudential supervision of the financial system, which might then be prone to financial blow-ups.⁴⁰

There is, however, empirical evidence on inflation expectations that is more telling about the possible benefits of inflation targeting. Recent research has found the following additional results:

- Evidence that the adoption of inflation targeting leads to an immediate fall in inflation expectations is not strong.⁴¹
- Inflation persistence, however, is lower for countries that have adopted inflation targeting than for countries that have not.
- Inflation expectations appear to be more anchored for inflation targeters than for non-targeters, i.e. inflation expectations react less to shocks to actual inflation for targeters than for non-targeters, particularly at longer horizons.⁴²

These results suggest that once inflation targeting has been in place for a while, it does make a difference, because it better anchors inflation expectations and thus strengthens the nominal anchor. Since, as argued earlier,

37 Bernanke and Mishkin (1992); Mishkin and Posen (1997); Bernanke et al. (1999); Neumann and Hagen (2002).

38 Cf., for example, Mishkin (2000a).

39 Mishkin (2005).

40 Calvo and Mishkin (2003); Sims (2005).

41 For example, Bernanke et al. (1999) and Levin, Natalucci and Piger (2004) do not find that inflation targeting leads to an immediate fall in expected inflation, but Johnson (2002, 2003) does find some evidence that expected inflation falls after announcement of inflation targets.

42 Levin, Natalucci and Piger (2004); Castelnuovo, Nicoletti-Altimari and Palenzuela (2003).

establishing a strong nominal anchor is a crucial element in successful monetary policy,⁴³ the evidence on the inflation expectations provides a stronger case that inflation targeting has represented real progress.

12.6 Where is inflation targeting heading?

Just as inflation targeting evolved from earlier monetary policy strategies, inflation targeting will continue to evolve over time. There are three major issues that are being actively debated on where inflation targeting should be headed in the future.

Currently, all inflation targeting countries target an inflation rate rather than the price level. The traditional view, forcefully articulated by Stanley Fischer,⁴⁴ argues that a price-level target might produce more output variability than an inflation target, because unanticipated shocks to the price level are not treated as by-gones and must be offset. Specifically, a price-level target requires that a target overshoot be reversed, and this might call for a quite contractionary monetary policy which, with sticky prices, could lead to a sharp downturn in the real economy in the short run. Indeed, if the overshoot is large enough, returning to the target might require a deflation, which could promote financial instability and be quite harmful.

On the other hand, in theoretical models with a high degree of forward-looking behaviour, a price-level target produces less output variance than an inflation target.⁴⁵ Empirical evidence, however, does not clearly support forward-looking expectations formation,⁴⁶ and models with forward-looking behaviour have counter-intuitive properties that seem to be inconsistent with inflation dynamics.⁴⁷ Thus, the jury is still out on whether the monetary policy regime should move from inflation targeting to price-level targeting. Indeed, in the future, central banks might experiment with hybrid policies, which combine features of an inflation and a price-level target by announcing a commitment to some error correction in which target misses will be

43 The importance of a strong nominal anchor to successful monetary policy is also a key feature of recent theory on optimal monetary policy, referred to as the new neoclassical synthesis, cf. Woodford (2003); Goodfriend and King (1997).

44 Fischer (1994).

45 Cf., for example, Clarida, Gali and Gertler (1999); Dittmar, Gavin and Kydland (1999); Dittmar and Gavin (2000); Eggertsson and Woodford (2003); Svensson (1999); Svensson and Woodford (2003); Vestin (2000); Woodford (1999, 2003). A price-level target was used in the 1930s in Sweden. Cf. Berg and Jonung (1999).

46 Cf., for example, Fuhrer (1997).

47 Estrella and Fuhrer (1998).

offset to some extent in the future.⁴⁸ Evaluating these hybrid policies should be a major focus of future research.

Inflation targeting central banks have been gradually moving towards ever greater transparency. More inflation targeting central banks have been publishing their forecasts and several central banks have recently started to announce projections of their policy path for interest rates in the future (New Zealand, Colombia, and most recently, Norway).

Publication of forecasts and policy projections can help the public and the markets to understand central bank actions, thus reducing uncertainty and making it easier for the public and markets to assess whether the central bank is serious about achieving its inflation goal.

Svensson argues that not only should central banks announce their projections of the future policy path, but also announce their objective function (the relative weights they put on output versus inflation fluctuations in their loss function).⁴⁹ It has been argued elsewhere that central bank transparency can go too far if it complicates communication with the public.⁵⁰ Announcing a policy path may confuse the public if the message does not sufficiently convey that the path is conditional on events in the economy. The public may then regard a deviation from this path as a central bank failure, and the central bank would then be vulnerable to attacks that it is flip-flopping, which could undermine the support for its independence and focus on price stability. This objection does not mean that providing information about the future policy path in some form would not have value. It does mean, however, that there are nuances as to how this should be done. Providing information about the future policy path in more general terms or in terms of fan charts that emphasise the uncertainty about the future policy path might achieve most of the benefits of increased disclosure and still be able to make clear how conditional the policy path is on future events.⁵¹ Inflation targeting central banks are likely to experi-

48 Research at the Bank of Canada and the Bank of England suggests that an inflation target with a small amount of error correction can substantially reduce the uncertainty about the price level in the long run, but still generate very few episodes of deflation. Cf. Black, Macklem and Rose (1997); Battini and Yates (2003); King (1999).

49 Svensson (2002).

50 Mishkin (2004).

51 However, announcing a specific policy path as has recently occurred in the United States, when it announced that it would remove accommodation at a measured pace and then had thirteen straight Federal Open Market Committee meetings (as of this writing) in which it raised the policy rate by 25 basis points each time did not sufficiently convey the degree of uncertainty about the future path.

ment further with different approaches to providing more information about future policy.⁵²

A final issue confronting inflation targeting central banks is how they should respond to movements in asset prices. It is generally agreed that inflation targeters should react to asset prices when changes in these prices provide useful information about future inflation and the path of the economy. The tougher issue is whether central banks should react to asset prices over and above their effects on future inflation. When they burst, bubbles in asset prices can lead to financial instability. Some researchers have argued that, given this, monetary policy should serve to limit asset price bubbles to preserve financial stability.⁵³ To do so successfully, monetary authorities need to know when a bubble exists. However, it is unlikely that government officials, or central bankers for that matter, know better than private markets what appropriate asset prices are.⁵⁴ Ben Bernanke and Mark Gertler find that an inflation targeting approach that does not focus on asset prices above and beyond their effect on the economy, but does make use of an information-inclusive strategy in setting policy instruments, has the ability to make asset price bubbles less likely, thereby promoting financial stability.⁵⁵ With the recent sharp run-up of housing prices in many countries and the possibility of bubbles, central banks' concerns about asset price movements and what to do about them are unlikely to abate.

Fluctuations in exchange rates, another important asset price, are also a major concern for inflation targeting central banks, particularly in emerging market countries, as sharp depreciations can trigger a financial crisis.⁵⁶ Because these countries have much of their debt denominated in foreign currency, currency depreciations lead to a deterioration of firms' balance sheets. This deterioration then results in adverse selection and moral hazard problems that interfere with the efficient functioning of the financial system, thereby triggering a sharp decline in investment and economic activity. Inflation targeting central banks can therefore not afford to pursue a policy of benign neglect towards exchange rates, as is emphasised by Frederic Mishkin

52 For reasons outlined in Mishkin (2004), it may be far less likely that central banks will increase transparency in terms of announce their objective function.

53 Cf., for example, Cecchetti et al. (2000); Borio and Lowe (2002).

54 Bernanke and Gertler (2001) point out that Cecchetti et al. (2000) only find that asset prices should be included in the central bank's policy rule because they assume that the central bank knows with certainty that the asset price rise is a bubble and knows exactly when the bubble will burst.

55 Bernanke and Gertler (1999, 2001).

56 Mishkin (1996, 1999).

and Miguel Savastano.⁵⁷ They may have to smooth ‘excessive’ exchange rate fluctuations, but how they should do this is still an open question. Indeed, there is a danger that focusing on exchange rate movements might transform the exchange rate into a nominal anchor that interferes with achievement of the inflation target.⁵⁸ In addition, whenever inflation targeters have focused on exchange rate movements, they have often made serious errors (for instance New Zealand and Chile in 1997 and 1998).⁵⁹ Dealing with exchange rate fluctuations is one of the most serious challenges for inflation targeting regimes in emerging market countries.

12.7 Conclusion

The practice of central banking has made tremendous strides in recent years. We are currently in a highly desirable environment that few would have predicted fifteen years ago. Not only is inflation low, but its variability and the volatility of output fluctuations are also low. For many countries, inflation targeting has been a key element in their success. Inflation targeting is not a radical new invention, but has instead built on what has been learned over the years both from economic research and experience as to what is best practice in the conduct of monetary policy. Progress in our understanding of monetary policy will continue, and hopefully inflation targeting will continue to evolve in a direction that continues to improve monetary policy performance.

57 Mishkin (2000b); Mishkin and Savastano (2001).

58 This indeed happened in Israel (Bernanke et al., 1999) and Hungary (Jonas and Mishkin, 2005).

59 Mishkin (2001).

References

- Andersen, P., and D. Gruen (1995), Macroeconomic policies and growth, in: P. Andersen, J. Dwyer and D. Gruen (eds.), *Productivity and Growth*, Sydney: Reserve Bank of Australia, pp. 279–319.
- Ball, L., and N. Sheridan (2005), Does inflation targeting matter?, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 249–276.
- Barro, R. J., and D. Gordon (1983), A positive theory of monetary policy in a natural rate model, *Journal of Political Economy*, 91 (4), pp. 589–610.
- Battini, N., and A. Yates (2003), Hybrid inflation and price-level targeting, *Journal of Money, Credit and Banking*, 35 (3), pp. 283–300.
- Berg, C., and L. Jonung (1999), Pioneering price level targeting: the Swedish experience 1931–1937, *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), pp. 525–551.
- Bernanke, B. S., and M. Gertler (1999), Monetary policy and asset volatility, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84 (4), pp. 17–52.
- Bernanke, B. S., and M. Gertler (2001), Should central banks respond to movements in asset prices?, *American Economic Review*, 91 (2), pp. 253–257.
- Bernanke, B. S., and I. Mihov (1997), What does the Bundesbank target?, *European Economic Review*, 41 (6), pp. 1025–1053.
- Bernanke, B. S., and F. S. Mishkin (1992), Central bank behavior and the strategy of monetary policy: observations from six industrialized countries, *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 183–228.
- Bernanke, B. S., and F. S. Mishkin (1997), Inflation targeting: a new framework for monetary policy?, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), pp. 97–116.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin and A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Black, R., T. Macklem and D. Rose (1997), On policy rules for price stability, in: *Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy*, Proceedings of a Conference held by the Bank of Canada, May, Ottawa, Bank of Canada, pp. 411–461.
- Borio, C. E. V., and P. W. Lowe (2002), Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, *BIS Working Papers*, 114, Basel: Bank for International Settlements.
- Brunner, K., and A. Meltzer (1964a), *Some General Features of the Federal Reserve Approach to Policy*, U.S. Congress, House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Brunner, K., and A. Meltzer (1964b), *An Alternative Approach to the Monetary Mechanism*, U.S. Congress, House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Brunner, K., and A. Meltzer (1964c), *The Federal Reserve's Attachment to Free Reserves*, U.S. Congress, House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Calvo, G. (1978), On the time consistency of optimal policy in the monetary economy, *Econometrica*, 46 (6), pp. 1411–1428.
- Calvo, G., and F. S. Mishkin (2003), The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4), pp. 99–118.

- Castelnuovo, E., S. Nicoletti-Altimari and D. R. Palenzuela (2003), Definition of price stability, range and point targets: the anchoring of long-term inflation expectations, in: O. Issing (ed.), *Background Studies for the ECB's Evaluation of Its Monetary Policy Strategy*, Frankfurt am Main: European Central Bank, pp. 43–90.
- Cecchetti, S., H. Genberg, L. Lipsky and S. Wadhvani (2000), *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.
- Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (1999), The science of monetary policy: evidence and some theory, *Journal of Economic Literature*, 37, pp. 1661–1707.
- Clarida, R., and M. Gertler (1997), How the Bundesbank conducts monetary policy, in: C. Romer and D. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 363–406.
- Corbo, V., O. Landerretche and K. Schmidt-Hebbel (2002), Does inflation targeting make a difference?, in: N. Loayza and R. Soto (eds.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Santiago de Chile: Central Bank of Chile, pp. 221–269.
- Dittmar, R., and W. T. Gavin (2000), What do New-Keynesian Phillips curves imply for price-level targeting?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82 (2), pp. 21–30.
- Ditmar, R., W. T. Gavin and F. E. Kydland (1999), The inflation-output variability tradeoff and price-level targets, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, pp. 23–31.
- Eggertsson, G. B., and M. Woodford (2003), The zero bound on interest rates and optimal monetary policy, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 139–211.
- Estrella, A., and J. Fuhrer (1998), Dynamic inconsistencies: counterfactual implications of a class of rational expectations models, *Federal Reserve Bank of Boston Working Paper Series*, 98/05.
- Estrella, A., and F. S. Mishkin (1997), Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy?, *Journal of Monetary Economics*, 40 (2), pp. 279–304.
- Fischer, S. (1993), The role of macroeconomic factors in growth, *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), pp. 485–512.
- Fischer, S. (1994), Modern central banking, in: F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt (eds.), *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 262–308.
- Friedman, B. M., and K. N. Kuttner (1993), Another look at the evidence on money-income causality, *Journal of Econometrics*, 57 (1–3), pp. 189–203.
- Friedman, M. (1968), The role of monetary policy, *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1–17.
- Friedman, M., and A. J. Schwartz (1963a), *A Monetary History of the United States: 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M., and A. J. Schwartz (1963b), Money and business cycles, *Review of Economics and Statistics*, 45 (1/2, Supplement), pp. 32–64.
- Friedman, M., and D. Meiselman (1963), The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier, in: Commission on Money and Credit (ed.), *Stabilization Policies*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, pp. 165–268.
- Fuhrer, J. C. (1997), The (un)importance of forward-looking behavior in price specifications, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 (3), pp. 338–350.
- Gertler, M. (2005), Comments on L. Ball and N. Sheridan: Does inflation targeting matter?, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 276–281.

- Goodfriend, M., and R. G. King (1997), The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy, *NBER Macroeconomics Annual*, (1997), pp. 231–283.
- Hagen, J. von (1995), Inflation and monetary targeting in Germany, in: L. Leiderman and L. E. O. Svensson (eds.), *Inflation Targets*, London: Centre for Economic Policy Research, pp. 107–121.
- Hagen, J. von (1999), Money growth targeting by the Bundesbank, *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), pp. 681–701.
- Hu, Y. (2003), Empirical investigations of inflation targeting, *IIE Working Paper*, 03–06, July, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Hyvonen, M. (2004), Inflation convergence across countries, *Reserve Bank of Australia Discussion Paper*, 2004–04.
- Issing, O. (1996), Is monetary targeting in Germany still adequate?, in: H. Siebert (ed.), *Monetary Policy in an Integrated World Economy: Symposium 1995*, Tübingen: Mohr, pp. 117–130.
- Johnson, D. R. (2002), The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: evidence from an 11 country panel, *Journal of Monetary Economics*, 49 (8), pp. 1493–1519.
- Johnson, D. R. (2003), The effect of inflation targets on the level of expected inflation in five countries, *Review of Economics and Statistics*, 85 (4), pp. 1076–1081.
- Jonas, J., and F. S. Mishkin (2005), Inflation targeting in transition countries: experience and prospects, in: M. Woodford (ed.), *Inflation Targeting*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 353–413.
- King, M. (1999), Challenges for monetary policy: new and old, in: *New Challenges for Monetary Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 11–57.
- Kydland, F., and E. Prescott (1977), Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy*, 85 (3), pp. 473–492.
- Levin, A., F. M. Natalucci and J. M. Piger (2004), The macroeconomic effects of inflation targeting, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), pp. 51–80.
- Lucas, R. E., Jr. (1972), Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, 4 (2), pp. 103–124.
- Lucas, R. E., Jr. (1973), Some international evidence on output-inflation tradeoffs, *American Economic Review*, 63 (3), pp. 326–334.
- Lucas, R. E., Jr. (1976), Econometric policy evaluation: a critique, in: K. Brunner and A. Meltzer (eds.), *The Phillips curve and labor markets*, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, pp. 19–46.
- Mayer, T. (1998), *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States: The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy: 1965–1979*, Cheltenham: Elgar.
- McCallum, B. T. (1995), Two fallacies concerning central-bank independence, *American Economic Review*, 85 (2), pp. 207–211.
- Mishkin, F. S. (1996), Understanding financial crises: a developing country perspective, in: M. Bruno and B. Pleskovic (eds.), *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, DC: World Bank, pp. 29–62.
- Mishkin, F. S. (1999), Lessons from the Asian crisis, *Journal of International Money and Finance*, 18 (4), pp. 709–723.
- Mishkin, F. S. (2000a), What should central banks do?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82 (6), pp. 1–13.

- Mishkin, F. S. (2000b), Inflation targeting in emerging market countries, *American Economic Review*, 90 (2), pp. 105–109.
- Mishkin, F. S. (2001), Issues in inflation targeting, in: *Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*, Ottawa: Bank of Canada, pp. 203–222.
- Mishkin, F. S. (2004), Can central bank transparency go too far?, in: C. Kent and S. Guttman (eds.), *The Future of Inflation Targeting*, Sydney: Reserve Bank of Australia, pp. 48–65.
- Mishkin, F. S. (2005), The Fed after Greenspan, *Eastern Economic Journal*, 31 (3), pp. 317–332.
- Mishkin, F. S., and A. Posen (1997), Inflation targeting: lessons from four countries, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 3 (3), pp. 9–110.
- Mishkin, F. S., and M. A. Savastano (2001), Monetary policy strategies for Latin America, *Journal of Development Economics*, 66 (2), pp. 415–444.
- Mishkin, F. S., and K. Schmidt-Hebbel (2002), One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?, in: N. Loayza and R. Soto (eds.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Santiago de Chile: Central Bank of Chile, pp. 171–219.
- Mishkin, F. S., and K. Schmidt-Hebbel (2005), Does inflation targeting make a difference, in: F. S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy Under Inflation Targeting*, Santiago de Chile: Central Bank of Chile (forthcoming).
- Mishkin, F. S., and N. Westelius (2006), Inflation band targeting and optimal inflation contracts, *NBER Working Paper Series*, 12384.
- Muth, J. F. (1960), Optimal properties of exponentially weighted forecasts, *Journal of the American Statistical Association*, 55 (290), pp. 299–306.
- Muth, J. F. (1961), Rational expectations and the theory of price movements, *Econometrica*, 29 (3), pp. 315–335.
- Neumann, M. J. M., and J. von Hagen (1993), Germany, in: M. Fratianni and D. Salvatore (eds.), *Monetary Policy in Developed Economies*, 3, Westport, CT: Greenwood, pp. 299–334.
- Neumann, M. J. M., and J. von Hagen (2002), Does inflation targeting matter?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84 (4), pp. 127–148.
- Phelps, E. (1967), Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time, *Economica*, 34 (135), pp. 254–281.
- Phillips, A. W. (1958), The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom: 1861–1957, *Economica*, 25 (100), pp. 283–299.
- Rich, G. (1997), Monetary targets as a policy rule: lessons from the Swiss experience, *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), pp. 113–141.
- Roger, S., and M. Stone (2005), On target? Inflation performance in inflation targeting countries, *IMF Working Papers*, 05/163, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Romer, C., and D. Romer (2002), The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy, in: *Rethinking Stabilization Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 11–78.
- Sabban V. C., M. G. Rozada and A. Powell (2003), *A New Test for the Success of Inflation Targeting*, January, [Buenos Aires]: Universidad Torcuato Di Tella, mimeo.
- Samuelson, P., and R. M. Solow (1960), Problem of achieving and maintaining a stable price level: analytic aspects of anti-inflation policy, *American Economic Review*, 50 (2), pp. 177–194.
- Sargent, T. J., and N. Wallace (1975), Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule, *Journal of Political Economy*, 83 (2), pp. 241–254.

- Sims, C. (2005), Limits to inflation targeting, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp.283–308.
- Stock, J. H., and M. W. Watson (1989), Interpreting the evidence on money-income causality, *Journal of Econometrics* 40 (1), pp. 161–182.
- Svensson, L. E. O. (1997), Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets, *European Economic Review*, 41 (6), pp. 1111–1146.
- Svensson, L. E. O. (1999), Price-level targeting versus inflation targeting: a free lunch, *Journal of Money, Credit and Banking*, 31 (3/1), pp.277–295.
- Svensson, L. E. O. (2002), Monetary policy and real stabilization, in: *Rethinking Stabilization Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 261–312.
- Svensson, L. E. O., and M. Woodford (2003), Optimal policy with partial information in a forward-looking model: certainty-equivalence redux, *NBER Working Paper Series*, 9430.
- Truman, E. M. (2003), *Inflation Targeting in the World Economy*, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Vestin, D. (2000), *Price Level Targeting Versus Inflation Targeting in a Forward-Looking Model*, May, Stockholm: Stockholm University, Institute for International Economic Studies, mimeo.
- Woodford, M. (1999), Optimal monetary policy inertia, *NBER Working Paper Series*, 7261.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press.

13 The optimal rate of inflation¹

MARVIN GOODFRIEND

13.1 Introduction

A century ago, much of the world was on a gold standard and the question of the optimal rate of inflation rarely came up. When the international gold standard was suspended during World War I, John M. Keynes argued in his *Tract on Monetary Reform* that an inconvertible paper money should be managed to sustain zero inflation.² The gold standard was restored and the optimal rate of inflation question remained moot for another forty years.

In the intervening years, countries found ways to loosen the link between money and gold. For instance, the Federal Reserve was established in 1913 with the power to create currency and bank reserves somewhat independently of the nation's monetary gold, while maintaining a fixed dollar price of gold. The Federal Reserve provided an elastic supply of money to smooth short-term interest rates against the kind of liquidity disturbances that destabilised the banking system in the nineteenth century. The idea was to loosen the link to gold in the short run, but to adhere to gold in the long run. The long run never came, however. Discretionary departures from the gold standard were allowed to cumulate. By the early 1960s, the gold standard became a gold-price stabilisation programme whereby the Federal Reserve stabilised the price of 35 US dollars per ounce of gold with purchases and sales from its gold reserves. Gold operations were sterilised so as to have little effect on the money supply and monetary policy.³ In the early 1970s, the United States freed the dollar price of gold completely and the Bretton Woods fixed exchange rate system collapsed.

Two decades earlier, monetary economists began to consider the determination and implementation of the optimal stock of inconvertible paper money. Economists at the University of Chicago led by Milton Friedman addressed the question with the methodology of welfare economics. In 1957, George Tolley showed that the socially efficient real money stock would be

1 Conversations with Gauti Eggertsson, Ulrich Kohli, Bennett McCallum, Allan Meltzer and Alexander Wolman are much appreciated. As always, the views expressed are the author's alone.

2 Keynes (1923).

3 Friedman (1961); Goodfriend (1988).

produced by a competitive market rate of interest paid on money.⁴ In 1969, Friedman observed that in lieu of the payment of interest on money, optimality could be achieved by a steady deflation that brought the nominal interest rate down to zero.⁵ Friedman argued that a steady rate of deflation would make the greatest long-run monetary contribution to welfare by inducing the public to hold what he called the ‘optimum quantity of money’.

The famous Chicago Rule recommending deflation to achieve the optimum quantity of money seemed irrelevant during the 1960s and 1970s, when inflation was high and rising. However, in 1956, Martin Bailey had shown how to quantify the welfare cost of any rate of inflation by employing welfare economics in conjunction with the theory and empirical estimates of money demand.⁶ Bailey and his followers showed that the public’s economisation on the use of money due to inflation reflected a quantitatively significant social cost. When the natural rate hypothesis gained wide acceptance in the 1970s and it became clear that inflation had no social benefit, the welfare cost of inflation measured by Bailey and his followers became decisive in the case for a low rate of inflation.

In addition to the above-mentioned considerations, four developments are relevant when thinking about the optimal rate of inflation today:

1. The fall in nominal interest rates brought about by the near elimination of inflation and inflation expectations raises concerns that the proximity of average nominal interest rates to the zero lower bound could inefficiently constrain countercyclical stabilisation policy.⁷
2. Modern ‘new neoclassical synthesis’ (‘new Keynesian’) models of monetary policy identify staggered price setting by monopolistically competitive firms as another consideration, one that calls for zero inflation.⁸ Zero inflation is optimal from this perspective because it minimises relative price distortions associated with staggered price adjustment.
3. The deregulation of interest rates and advances in computing, information and communication technology make it possible to pay interest on money. Debit cards provide immediate remote access to bank deposits that pay interest. Stored value cards provide an electronic substitute for currency that can be made to pay interest.

4 Tolley (1957).

5 Friedman (1969).

6 Bailey (1956).

7 Summers (1991).

8 Goodfriend and King (1997); Woodford (2003).

4. The willingness of central banks to acknowledge the pursuit of interest rate policy makes possible the adoption of operating procedures to pay full market interest on bank reserves that could be passed through to currency card accounts at commercial banks.⁹

This paper is organised as follows: section 13.2 surveys implications of the optimum quantity of money literature for the optimal trend rate of inflation in the context of a flexible-price macromodel. Section 13.3 explores the optimal rate of inflation in new neoclassical synthesis (new Keynesian) models with costly staggered price setting. Section 13.4 addresses the consequences of the zero bound on nominal interest rates for the optimal rate of inflation. Section 13.5 explains how bank reserves and currency card accounts could be made to pay a full market rate of interest, so that the optimum quantity of money could be achieved at any rate of inflation. Section 13.6 concludes with an overall recommendation for the optimal rate of inflation and suggestions for future work.

13.2 The optimum quantity of money

To achieve the optimum quantity of money, the private opportunity cost of holding money must be made to equal the social cost of maintaining the outstanding money stock. The application of this optimality condition usually proceeds on the assumption that money pays no interest, so that the private opportunity cost of holding money is the nominal interest rate on short-term securities. Moreover, the social cost of maintaining the outstanding money stock is presumed small enough to be ignored. Under these assumptions, the nominal interest rate must be brought down to zero to induce the public to hold the optimum quantity of real money balances. To implement a zero nominal interest rate, the government must withdraw money from the economy in order to deflate the price level at a rate equal to the ex ante real rate of interest.¹⁰ Thus the Chicago Rule to achieve the optimum quantity of money becomes a prescription for deflation.

9 Goodfriend (2002). It was not until 1994 that the Federal Reserve began to announce its intended federal funds rate immediately after each monetary policy meeting. Cf. Meltzer (2003); Goodfriend (2003).

10 The nominal interest rate is the sum of an ex ante real interest rate component plus an expected inflation component. To produce a zero nominal interest rate, it is necessary to create negative inflation expectations (expected deflation) equal in magnitude to the ex ante real interest rate.

13.2.1 *Modern restatement*

A large literature explores the robustness of the Chicago Rule. Bennett McCallum provides a modern restatement in an explicit, general equilibrium model in which private agents are depicted as solving dynamic optimisation problems.¹¹ He studies steady-state equilibria that emerge as special cases of more general dynamic equilibria. This methodology is important to “lessen the danger that agents’ optimization problems are posed in a restrictive manner”.¹²

As is common in the literature, McCallum’s analysis presumes a world populated by a large number of infinitely-lived representative households, so that distributional matters are neglected. The analysis also neglects the effect of uncertainty. The framework is a discrete-time, perfect-foresight version of the well-known model of Miguel Sidrauski with some modifications.¹³ For instance, there is no depreciation or population growth. Each household has access to a standard production function in two inputs, capital and labour, and McCallum allows the household to supply labour elastically.

In Sidrauski’s model, real money balances appear in the utility function. McCallum points out that this simplification can be interpreted as reflecting the presence of a ‘transactions technology’ in which real money balances facilitate a household’s transactions. One can assume that households derive utility only from consumption and leisure, but that the acquisition of consumption goods requires ‘shopping time’ which reduces the time available for leisure or employment. In a monetary economy, the amount of shopping time required for a given amount of consumption depends negatively (up to a satiation point) on the quantity of real money balances held by the household. Shopping time can be functionally related to consumption and real balances by a ‘transactions constraint’. Substitution into the utility function yields an indirect utility function in which shopping time and real money balances appear.

With regard to the government, McCallum assumes lump-sum taxes and transfers to finance a given share of real government spending relative to output and a given rate of money growth. Importantly, as is the convention in this literature, the entire money stock is government currency, which pays zero interest. Finally, McCallum assumes that goods prices are perfectly and costlessly flexible.

11 McCallum (1990). Cf. also Woodford (1990).

12 McCallum (1990), p. 967.

13 Sidrauski (1967).

With no technical progress or population growth, every real variable is constant in the steady state. McCallum thus investigates the properties of equilibria in which taxes net of transfers, government spending, capital stock, consumption, work effort and real money balances are constant.

To investigate the optimal steady-state rate of inflation, McCallum considers the ‘social planning’ problem of choosing time paths of variables to maximise the utility of the representative household. Specifically, the social planner must choose values of consumption, work effort, capital and real balances that maximise utility, subject to the economy’s overall resource constraint (equality of sources and uses of produced goods), and a set of ‘implementation conditions’, reflecting the first-order conditions for optimal private household choices where households take taxes net of transfers and the inflation rate as given. There are also initial conditions on the capital stock and the stock of real money balances. The set-up assigns no productive role to government spending, which is accordingly zero at the social optimum.

The key question is this: Do socially optimal values for consumption, capital, work effort and real money balances coincide with the values determined by the competitive equilibrium? McCallum finds that the answer is yes, if and only if currency is withdrawn at a rate to produce a steady deflation equal to the real rate of interest.¹⁴ McCallum thus restates in modern terms the case for the Chicago Rule developed by Friedman. The rationale for this finding is that households should be given an incentive to satiate themselves with real money balances if money is costless to produce, yet yields positive transaction services. Deflating at the real rate of interest provides this incentive by equating the real return on currency to the real rate of return available in the capital market, or equivalently, by making the nominal interest rate equal to zero.

The modern explicit, general equilibrium restatement of the social planner problem paved the way for more detailed analysis of the conditions underlying the Chicago prescription for optimal deflation. One question is whether the social optimum exists at finite real balances. Private decision-makers hold real money balances up to the point where the net diminishing marginal services yield equals the opportunity cost of holding currency. The

14 The real rate of interest in McCallum’s model is the rate of time preference. The real rate of interest would be higher than that along a balanced growth path with positive technical progress, and the required rate of deflation would be greater as well. The economy supports balanced growth if either technical progress is labour-augmenting or the production function is Cobb-Douglas.

shopping time perspective suggests that the social optimum exists at finite real balances, since there is surely a resource cost of holding money at the margin, however small. The marginal resource cost makes the net marginal money services function become negative at some point.¹⁵

Another issue that has received attention is whether the Chicago Rule holds under the usual conditions in overlapping generations models. McCallum reviews this question and concludes that it does, as long as the transactions facilitating services of money are treated in overlapping generation models as they are treated in the Sidrauski infinitely-lived agent model.¹⁶

13.2.2 *Distortionary taxation*

In the presence of distortionary taxation, Edmund Phelps emphasised that the optimal rate of inflation must be determined by the condition that all sources of tax revenue have the same deadweight cost at the margin.¹⁷ Phelps's logic suggests that the Chicago Rule cannot be socially optimal, because the withdrawal of currency to implement a deflation must be financed by distortionary taxes. The argument is as follows. The marginal monetary deadweight benefit of deflation is driven to zero at the Chicago Rule. Hence it would appear that the sum of marginal monetary and fiscal deadweight costs could be reduced by some departure from the Chicago Rule. A smaller deflation would reduce the burden on the tax system of withdrawing cash, and it would generate additional revenue by taxing money with a positive nominal interest rate.¹⁸ However, the argument is incomplete. A tax on money deters both the use of money and the purchases of goods that money buys. Thus, direct taxation of goods purchases is less distortionary than taxing money, and it is not necessarily socially efficient to substitute much, if any, of a tax on money for a direct tax on sales.

In any case, Phelps's argument cannot rationalise much of a departure from the Chicago prescription for deflation. Using methods for determining optimal tax rates pioneered by Frank Ramsey and extended to a general equilibrium context by Robert Lucas and Nancy Stockey, Varadarajan Chari and Patrick Kehoe find that the Chicago Rule holds approximately in the presence

15 McCallum (2000), pp. 874–875.

16 McCallum (1990).

17 Phelps (1973).

18 The central bank 'collects' the tax on money by purchasing securities with base money (bank reserves and currency) that it provides to the economy. The tax rate on money is the nominal interest rate, and the tax take is the nominal interest income earned on the portfolio of securities so acquired. The central bank usually transfers net interest income in excess of operating expenses to the government.

of distortionary taxation.¹⁹ In a model with elastic labour supply, a positive amount of government consumption, and the need for a flat rate labour income tax, Lucas finds that some, but not much, departure from the Chicago Rule is optimal.²⁰ As Lucas puts it, “the optimality of the [Chicago] Rule can be studied in a very wide variety of second-best frameworks, with a wide variety of different qualitative conclusions [...] the [Chicago] Rule needs qualification, but the magnitude of the needed amendment is trivially small. The fact is that real balances are a very minor ‘good’ in the US economy, so the fiscal consequences of even sizeable changes in the rate at which this good is taxed, the inflation rate, are just not likely to be large.”²¹

13.2.3 Empirical controversies

An important empirical issue is the welfare cost of pursuing zero inflation, rather than deflation, as recommended by the Chicago Rule. Lucas argues that estimates using conventional semi-log money demand functions significantly understate the welfare cost of doing so. He shows that a log-log money demand function fits US time series at low interest rates better than a conventional semi-log demand function.²² He also shows that the log-log demand function can be derived from a specialisation of the shopping time technology proposed by Bennett McCallum and Marvin Goodfriend.²³ Lucas then shows that the welfare cost rises with the square root of the nominal interest rate in the log-log case, rather than with the square of the nominal interest rate in the semi-log case, indicating that the welfare cost of small departures from the Chicago Rule is considerably greater than commonly believed.

Alexander Wolman reports estimates of money demand that nest the log-log function preferred by Lucas in a model with a satiation level of money balances.²⁴ As discussed above, satiation undoubtedly occurs at some point, because there is certainly a small marginal cost of holding money. The question is whether satiation occurs at low enough real balances to overturn Lucas’s findings. Wolman reports estimates of a satiation level for real balances small enough that the welfare gain attained by reducing inflation from zero to the Chicago Rule is small.

19 Ramsey (1927); Lucas and Stokey (1983); Chari and Kehoe (1999).

20 Lucas (2000).

21 Lucas (2000), p. 262.

22 Lucas (2000).

23 McCallum and Goodfriend (1987).

24 Wolman (1997).

From an entirely different perspective, Casey Mulligan and Xavier Sala-i-Martin argue that the relevant monetary decision for most households is not the fraction of assets to hold in interest-bearing form, but whether to hold any such assets at all, what they call the ‘decision to adopt’ the financial technology.²⁵ According to their model, as the nominal interest rate goes to zero, fewer and fewer households wish to economise on cash because of the fixed cost of dealing in securities. In their model, the elasticity of money demand is very small at low interest rates, so there is little welfare gain in taking the nominal interest rate from 1 or 2 percent to zero. They argue that ignoring the extensive margin may lead to an empirically important overestimation of the cost of pursuing zero inflation, rather than deflation as prescribed by the Chicago Rule.

13.3 The new neoclassical synthesis

The modern new neoclassical synthesis, or new Keynesian, model of monetary policy introduces a new determining factor for the optimal rate of inflation in addition to the welfare cost of departures from the optimum quantity of money – costly staggered price adjustment by monopolistically competitive firms.²⁶ With regard to this new factor, the optimal inflation rate is the one that best neutralises distortions due to staggered price setting, where the distortions are measured against outcomes that would occur if firms adjusted their prices continuously to maintain an equality between their actual mark-up and the flexible-price, profit-maximising mark-up.²⁷

The discussion below motivates the formal model of stochastic, staggered price adjustment widely used in new synthesis models. It then proceeds to explore the implications of staggered price setting for the optimal rate of inflation, assuming initially that firms keep their nominal prices fixed between discretionary adjustments, and later, that firms index their prices to the inflation rate between discretionary adjustments.

25 Mulligan and Sala-i-Martin (2000).

26 Cf., for example, Goodfriend and King (1997); Woodford (2003). The benchmark new synthesis model presumes that the labour market behaves as if wages are perfectly flexible. Goodfriend and King (2001), pp. 88–91, provide a theoretical rationale for this presumption. Empirical support is found in Cecchetti and Groshen (2001), who discuss implications of wage rigidity as well as price rigidity for the optimal rate of inflation. They report that there is little evidence of macroeconomic consequences of downward wage rigidity in the United States in normal conditions, in part because productivity growth has been relatively strong. Cf. also Groshen and Schweitzer (1999).

27 Firms are assumed to face constant elastic product demand so that the flexible-price, profit-maximising mark-up is constant and invariant to shifts in demand or in the cost of production.

13.3.1 Models of staggered price setting

A monopolistically competitive firm that produces a differentiated product incurs decision costs to determine the relative price that maximises its profits. Information must be processed in an integrated way by management. Pressing problems compete for scarce management time. Customer relations, production problems, accounting problems, legal problems, personnel problems all require management oversight. Management must prioritise its concerns. A particular concern gets management's attention on a stochastic basis depending on its perceived urgency relative to other concerns.²⁸

The stochastic element involved in actual price setting is captured formally in two types of price setting models. The most widely used model due to Guillermo Calvo assumes that a firm gets exogenous stochastic opportunities to change its price.²⁹ Calvo's 'time-dependent' model of price adjustment has much in common with the 'state-dependent' model,³⁰ in which rational management chooses when to undertake pricing decisions. In both cases, discretionary price adjustments are relatively infrequent, undertaken on a stochastic basis and staggered stochastically across firms.

Michael Dotsey, Robert King and Alexander Wolman show that, at low rates of inflation, their state-dependent pricing model is well-approximated by Calvo's time-dependent pricing model.³¹ Moreover, Peter Klenow and Oleksiy Kryvtsov report that a time-dependent model of price adjustment can account empirically for the behaviour of inflation in the US since 1988.³² Pricing can thus be thought of as either time or state-dependent for the purpose of judging the implications of staggered price setting for the optimal rate of inflation.

Either way, new synthesis models put the mark-up at the core of the pricing decision.³³ A firm will make a discretionary change in its product price only when demand or cost conditions are expected to move its actual mark-up significantly and persistently away from its profit-maximising mark-up. For instance, if higher nominal wages or lower productivity were expected to compress the mark-up significantly and persistently, then a firm would raise its product price to restore the profit-maximising mark-up. Otherwise, a firm would not change its price.

28 Sims (2003).

29 Calvo (1983).

30 Cf., for example, Dotsey, King and Wolman (1999).

31 Dotsey, King and Wolman (1999). For alternative models of state-dependent pricing, cf. also Gertler and Leahy (2006); Golosov and Lucas (2003).

32 Klenow and Kryvtsov (2005).

33 Goodfriend (2004).

Two principles summarise the discretionary price adjustment process. First, a firm tries over time to keep its actual mark-up as close to its flexible-price, profit-maximising mark-up as it can, subject to the decision costs of discretionary nominal price adjustments. Second, a firm must choose a degree of indexation – an automatic rule for changing its nominal price between discretionary adjustments. For instance, a firm can choose to maintain a fixed nominal price between discretionary adjustments, or it can choose to fully or partially move its nominal price with an index of inflation between discretionary adjustments.

13.3.2 Optimal trend inflation without indexation

Consider a steady state in which firms choose not to index, that is, firms choose to maintain a fixed nominal price between discretionary adjustments. Zero trend inflation is optimal in this case because it avoids relative-price and mark-up distortions that firms between discretionary adjustments would otherwise incur. In the presence of ongoing inflation, the relative product price of non-indexed, non-adjusting firms falls between discretionary adjustments, and their mark-ups get compressed due to the inflationary rise in wages. Relative price and mark-up distortions are welfare-reducing because they induce inefficient production and sales of the differentiated goods relative to the flexible-price optimum. Zero inflation neutralises as much as possible the distortions associated with staggered price setting and makes the new synthesis model behave as much as possible like a flexible-price economy. Note that departures from zero inflation in either direction are welfare-reducing because they engender relative price and mark-up distortions.³⁴

An important related argument for zero trend inflation involves the non-indexation of the tax system. The biggest problem in this regard results because taxes are assessed on nominal interest earnings and nominal capital gains, that is, on investment returns in money units. Since nominal returns are taxed as income, inflation reduces the after-tax return to saving and investment and thereby tends to inhibit capital accumulation and economic growth.³⁵

Another important argument for zero trend inflation is the increased unpredictability of relative prices due to stochastic, staggered price setting when

34 Cf. Goodfriend and King (1997), pp. 264–265; Khan, King and Wolman (2003), p. 842; Woodford (2003), pp. 396–407.

35 Feldstein (1998).

there is inflation or deflation. Such noise reduces the informational efficiency of the price system and causes households to devote shopping time to keeping their knowledge of relative prices current.

13.3.3 Optimal cyclical inflation without indexation

Zero inflation is also optimal in response to cyclical shocks. The reason is this: A monetary policy that stabilises inflation over the business cycle does so implicitly by stabilising actual mark-ups at flexible-price, profit-maximising mark-ups; otherwise firms would not choose to keep their prices constant. Hence, maintaining zero inflation over the business cycle makes the economy perform as if prices were perfectly flexible, eliminating relative price distortions that would otherwise occur due to staggered price setting.³⁶

Recent work by Tac Yun in the benchmark new synthesis model with Calvo staggered price adjustment supports this point.³⁷ Yun confirms that zero trend and cyclical inflation are optimal with one qualification. In the presence of initial price distortions, Yun shows that optimal monetary policy requires deflation during a transition to price stability in order to reduce relative price distortions at a faster rate than under zero inflation.

13.3.4 Optimal inflation with a flexible-price sector

The discussion above proceeded as if all goods were produced by monopolistically competitive firms whose prices are sticky. In fact, important products such as oil and food are produced and traded in highly competitive markets where shocks impact inflation directly. In practice, therefore, a central bank must choose whether to stabilise an overall inflation index that includes sticky and flexible prices, or a core inflation index that only includes sticky prices of monopolistically competitive firms. In order to stabilise overall inflation against a shock in the flexible-price sector, monetary policy would have to depress aggregate demand enough in the sticky-price sector to weaken labour markets, depress wages and raise mark-ups to get monopolistically competitive firms to cut their prices. That would be inefficient. Instead, the goal should be to make the economy operate most like a flexible-price economy, and this can be achieved by stabilising core inflation. Stabilising core

36 Goodfriend and King (2001) explore the relationship between tax smoothing and mark-up smoothing using formal principles of public finance in a simple monetary model and derive conditions under which mark-up constancy is optimal monetary policy. The paper finds specifications of the model that call for optimal departures from mark-up constancy and price stability, but argues that these are likely to be minor quantitatively.

37 Yun (2005).

inflation allows flexible prices to adjust relative to sticky prices and prevents relative price and mark-up distortions that would otherwise occur in the sticky-price sector.³⁸

The above logic reproduces the optimality of zero inflation for both trend and cycle, except that in an economy with both a flexible and a sticky-price sector, zero core inflation is optimal. Flexible prices should be allowed to adjust freely relative to stabilised core prices, so that distortions due to staggered price setting are minimised and the economy performs as much like a flexible-price economy as possible.

13.3.5 Optimal trend deflation with relative price, monetary and mark-up distortions

Aubhik Khan, Robert King and Alexander Wolman study the optimal rate of inflation in a quantitative new synthesis model with non-indexed costly staggered price setting by monopolistically competitive firms and costly transactions facilitated by non-interest-bearing money.³⁹ In their model, the first factor alone calls for zero inflation to minimise relative price distortions due to staggered price setting, while the second factor calls for the deflationary Chicago Rule. They employ calibrated estimates of their model parameters to determine the rate of deflation that equates the marginal social cost of the relative price and monetary distortions. They report that the distortions associated with money are relatively small at zero inflation, so that an optimal trend rate of deflation of 0.76 percentage points, given their estimated real interest rate of 2.93 percent, yields a nominal interest rate of about 2.17 percent.

Goodfriend showed that the welfare cost of a departure from the deflationary Chicago Rule is increasing in the size of the mark-up.⁴⁰ The reason is that a mark-up moves the real wage below the marginal product of labour, and thereby moves the private opportunity cost of transactions time below the social opportunity cost, which causes an additional socially inefficient substitution of time for money in transactions. Ricardo Lagos and Randall Wright present a quantitative search theoretic model of monetary exchange in which a mark-up distortion elevates the welfare cost of inflation significantly.⁴¹

38 Goodfriend and King (1997), p.276; Aoki (2001).

39 Khan, King and Wolman (2003).

40 Goodfriend (1997).

41 Craig and Rocheteau (2005) provide an accessible discussion of Lagos and Wright (2005).

13.3.6 Optimal inflation with indexation

It is common in staggered pricing models to assume without theoretical justification that prices remain fixed in nominal terms between discretionary adjustments. In part, this assumption is made because firms generally appear to hold their nominal prices fixed between discretionary adjustments, especially at trend rates of inflation near zero. Nevertheless, it is worth pointing out that the degree of indexation has important consequences for the optimal rate of inflation.

Full indexation to the inflation rate of a firm's nominal price would neutralise the effect of inflation on its relative price between discretionary adjustments. Furthermore, indexation would offset the mark-up compression that otherwise occurs between discretionary adjustments due to inflationary wage increases. Full indexation thus makes the new synthesis model behave like an economy in which prices are perfectly flexible, regardless of the actual rate of inflation.⁴²

What degree of indexation is it reasonable to assume when assessing the consequences of staggered pricing for the optimal rate of inflation? When considering the optimal trend rate of inflation in the conventional perfect-foresight, steady-state setting, it would seem unreasonable to attribute anything other than perfect foresight to price setters. In that sense, one might argue that staggered pricing contributes nothing to the conventional analysis of optimal trend inflation. However, the fact that firms do not index their prices to low trend inflation in practice suggests that one should take distortions due to non-indexed staggered pricing into account when assessing the welfare cost of small departures from zero inflation.⁴³

13.4 The zero bound on nominal interest rates

Irving Fisher pointed out that if a commodity could be stored costlessly over time, then the rate of interest in units of that commodity could never fall below zero.⁴⁴ The zero bound on nominal interest rates is a special case of Fisher's reasoning: no one will loan money at negative nominal interest if currency is costless to carry over time.⁴⁵ The power of a central bank to lower short-term nominal interest to fight recession or deflation is therefore limited

42 Yun (1996). Cf. discussion in Woodford (2003), p. 213.

43 Woodford (2003) discusses indexation, pp. 213–218. Christiano, Eichenbaum and Evans (2005); Smets and Wouters (2003); and Giannoni and Woodford (2005) assume partial or full indexation to lagged inflation in order to improve the fit of their models.

44 Fisher (1930), pp. 186–194.

45 Oddly enough, Fisher did not apply his reasoning to monetary policy.

when nominal interest rates are already low on average, as they are when the market expects little or no inflation.

The zero bound on nominal interest rates prevents the expected real interest rate from falling below the negative of the expected inflation rate. If expected inflation is zero, then the expected real rate cannot fall below zero. More generally, the expected real interest rate is bounded above zero by the expected rate of deflation. The problem is that negative expected short-term real interest rates may be needed on occasion to offset adverse shocks to aggregate demand, especially those resulting from extreme asset price movements and financial market distress.⁴⁶ Moreover, intensified disinflationary, or deflationary, expectations in severe downturns may complicate the stabilisation problem by raising the lower bound on expected short-term real interest rates, even as circumstances call for a lower, or negative, real interest rate.

Wolman shows that monetary policy can overcome these problems in a new synthesis model with John Taylor's staggered price setting.⁴⁷ The reason being that Taylor's staggered pricing exhibits no 'structural inflation inertia', which means that there is no inherent reason why firms that have raised their prices in the recent past must continue to do so. Whether or not inflation persists in the new synthesis model with such pricing depends entirely on monetary policy. Hence, Wolman is able to show that a monetary policy rule can manage inflation and inflation expectations flexibly to produce whatever fluctuations in the expected short-term real interest rate are needed to stabilise employment, even when the nominal interest rate is zero.

However, overcoming the zero bound in this fashion would not be costless. Firstly, induced fluctuations in inflation and expected inflation to manage expected real interest rates would cause welfare-reducing relative price distortions. Secondly, the public would be satiated with money at the zero bound, so that conventional open market operations in short-term securities would not be effective. Monetary policy could be implemented effectively with unconventional open market operations in assets such as long-term bonds or foreign exchange.⁴⁸ Nevertheless, surmounting the zero bound would be costly in terms of analytical, operational, governance and communication problems that a central bank would have to overcome in order to pursue unconventional open market operations effectively. There would be

46 Cf. Bordo and Filardo (2005).

47 Wolman (1998).

48 Cf., for example, Goodfriend (2000); McCallum (2000); Svensson (2003).

great potential for policy mistakes; and a central bank would find it difficult to acquire credibility for its policy rule sufficient to manage inflation and inflation expectations flexibly as needed.

A slightly higher trend rate of inflation and a correspondingly higher average nominal interest rate would allow the same range of real interest rate variation with a lower frequency of encounters with the zero bound, and less variability of inflation around trend. There would be fewer occasions upon which to rely on unconventional monetary policy. Higher trend inflation would reduce occasions of much higher relative price distortion in exchange for slightly higher permanent relative price distortion. On balance, it seems that a slightly positive trend rate of inflation would raise welfare when one takes into account the zero bound on nominal interest rates.

The magnitude of the optimal positive rate of inflation would depend on the frequency and range of negative real interest rates needed to stabilise the economy, on the extent to which firms choose to index their prices between discretionary adjustments, and on the possibility that firms might be more likely to index to the higher inflation trend than to fluctuations around zero inflation. Taking related considerations into account in a quantitative theoretical model estimated on US macroeconomic data, David Reifschneider and John Williams suggest that a trend rate of inflation between 1 and 2 percent would be optimal.⁴⁹ Some economists argue that unconventional open market operations could stimulate aggregate demand adequately at the zero bound, while maintaining zero inflation and zero expected inflation.⁵⁰ If that were the case, then the zero bound on nominal interest rates would call for little, if any, positive trend inflation.

13.5 Full market interest on bank reserves and currency card accounts

Recent advances in payment technology and in the practice of monetary policy make possible the payment of a full market rate of interest on bank reserves that could be passed through to currency card accounts at commercial banks.⁵¹ Full market interest on reserves and currency card accounts, in turn, would induce the public to hold the optimum quantity of money at any inflation rate. The optimal rate of inflation could then be chosen on the basis of the relative strength of welfare considerations involving staggered price adjustment that call for zero inflation, and welfare considerations involving

49 Reifschneider and Williams (2000).

50 Cf., for example, Goodfriend (2000) and references contained therein.

51 Lacker (1996).

the zero bound on nominal interest rates that call for a slightly positive rate of inflation. This section outlines the steps that could implement the optimum quantity of money by paying a full market rate of interest on money.

13.5.1 The provision of currency card accounts

A currency card could be issued on a corresponding numbered currency card account. The card would be a bearer instrument in the sense that it could be used to buy goods like a gift card is used today. The currency card could be set up to debit whatever funds are in the corresponding account. Point-of-sale technology is already widely available and equipped to read electronic cards and make direct transfers.

Currency card accounts could offer most of the payment services that paper currency provides: portability, divisibility, anonymity, generalised purchasing power, a store of value, etc., but because currency cards could access funds on deposit at a financial institution, funds accessible by the card could pay interest on a daily basis. To assure that currency cards are as secure as currency, currency accounts should be restricted to hold 100 percent reserves at the central bank. Interest paid on reserves could then be passed through to interest on currency accounts. A fee could be charged to service the currency accounts. Importantly, the central bank could continue to meet the demand for paper currency exactly as it does today.

Currency card accounts that pay full market interest would be an attractive alternative to paper currency for much of the public and especially beneficial for low-income households that currently utilise non-interest-bearing paper currency extensively.⁵² It is reasonable to suppose that commercial banks in the US, for instance, would offer currency card accounts on attractive terms if Congress granted the Federal Reserve the authority to pay market interest on bank reserves, allowed banks to offer currency card accounts fully backed by reserves, and allowed banks to pass interest on reserves through to currency card accounts.

13.5.2 Payment of full market interest on reserves

With a relatively small modification in operating procedures, a central bank could pay a market rate of interest on reserves and enable full market interest to be paid on the currency accounts.⁵³ The modification involves util-

52 Debit card accounts are of limited popularity today because they generally pay a small fraction of the market rate of interest and because they do not allow holders to accumulate 'float' as credit cards do.

53 What follows draws on Goodfriend (2002).

ising and varying the payment of interest on reserves as the instrument of monetary policy.⁵⁴ To implement an interest-on-reserves regime the central bank would purchase enough securities to satiate the market for bank reserves and then pay interest on reserves at the currently desired interbank interest rate target.

In such a policy regime, a commercial bank would not lend reserves in the interbank market at interest below the rate it could obtain on reserve balances at the central bank. Moreover, as long as the central bank satiates the reserves market, banks would not lend reserves at rates above interest on reserves either.

The interest-on-reserves regime would enable a central bank to exercise control of the interbank interest rate exactly as it does today. The main difference is that a monetary policy committee would manage interest rate policy by varying the rate of interest paid on reserves rather than by varying its purchases of securities in the open market. Open market purchases would merely assure satiation.

An interest-on-reserves regime would achieve three important objectives:

1. It would eliminate the opportunity cost of reserves and any incentive for banks to economise inefficiently on reserves,
2. It would enable commercial banks to offer currency card accounts paying a full market rate of interest derived from 100 percent reserve backing so that the public would not economise inefficiently on the use of money.
3. Having achieved the optimum quantity of money, it would free monetary policy to vary market interest rates to sustain whatever rate of inflation is deemed optimal based on welfare considerations involving staggered price setting and the zero bound on nominal interest rates.

A few points are worth making with regard to the fiscal consequences of the interest-on-reserves regime with currency card accounts. Interest on reserves is a transfer from the public sector to the private sector that involves a social cost only to the extent that interest payments on reserves must be financed by distortionary taxation. Reasoning developed in section 13.2 suggests that distortionary taxation considerations do not call for much, if any, of a departure from policies to implement the optimum quantity of money, whether or not the optimum is achieved by deflation or by the payment of full market interest on reserves and currency card accounts. In any case, interest

54 A number of central banks already pay and vary interest on reserves as part of a 'channel' within which they manage their interbank interest rate policy instrument. The rate paid on reserves, called the deposit rate, is the lower bound of the channel. The central bank lending rate is the upper bound. Woodford (2001).

on reserves is likely to be self-financing, because there is a positive spread between the rate of interest on reserves and the rate of interest on securities that a central bank could acquire by increasing the stock of reserves. Finally, the government could continue to earn seignorage from the central bank's provision of non-interest-bearing paper currency, as it does today.

13.6 Conclusion

Central banks should modify interest rate policy procedures to pay a full market rate of interest on bank reserves and enable commercial banks to offer a full market rate of interest on currency card accounts. Doing so would induce banks and the public to hold the optimum quantity of money at any rate of inflation. Then, the optimal rate of inflation would be determined by weighting the welfare cost of relative price distortions due to staggered price setting against the costs of operating monetary policy near the zero bound on nominal interest rates. In that case, a positive rate of inflation below 2 percent, or so, would be optimal. Progress in determining the optimal rate of inflation within that range requires a better understanding of the channels by which monetary policy can manage aggregate demand at the zero bound, and a better understanding of indexation by price-setting firms.

References

- Aoki, K. (2001), Optimal monetary policy responses to relative-price changes, *Journal of Monetary Economics*, 48 (1), pp. 55–79.
- Bailey, M. J. (1956), The welfare cost of inflationary finance, *Journal of Political Economy*, 64 (2), pp. 93–110.
- Bordo, M., and A. Filardo (2005), Deflation in a historical perspective, *BIS Working Papers*, 186, Basel: Bank for International Settlements.
- Calvo, G. A. (1983), Staggered prices in a utility-maximizing framework, *Journal of Monetary Economics*, 12 (3), pp. 383–398.
- Cecchetti, S. G., and E. L. Goshen (2001), Understanding inflation: implications for monetary policy, in: J. Dreze (ed.), *Advances in Macroeconomic Theory*, Vol. 1 of the Proceedings of the International Economic Association Congress, London [etc.]: Palgrave Press, pp. 113–135.
- Chari, V. V., and P. J. Kehoe (1999), Optimal fiscal and monetary policy, in: J. B. Taylor and M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, 1C, Amsterdam: North Holland, pp. 1671–1745.
- Craig, B., and G. Rocheteau (2005), Rethinking the welfare cost of inflation, *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, March.
- Christiano, L. J., M. Eichenbaum and C. L. Evans (2005), Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy, *Journal of Political Economy*, 113 (1), pp. 1–45.
- Dotsey, M., R. G. King and A. L. Wolman (1999), State dependent pricing and the general equilibrium dynamics of money and output, *Quarterly Journal of Economics*, 114 (2), pp. 655–690.
- Feldstein, M. (1998), The costs and benefits of going from low inflation to price stability, in: C. Romer and D. Romer (eds.), *Monetary Policy and Inflation*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 123–156.
- Fisher, I. (1930), *The Theory of Interest*, Fairfield, NY: Kelley (reprint of 1930 edition).
- Friedman, M. (1961), Real and pseudo gold standards, *Journal of Law and Economics*, 4, October, pp. 66–79.
- Friedman, M. (1969), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine.
- Gertler, M., and J. Leahy (2006), A Phillips curve with an SS foundation, *NBER Working Paper Series*, 11971.
- Giannoni, M. P., and M. Woodford (2005), Optimal inflation-targeting rules, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation-Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 93–162.
- Golosov, M., and R. E. Lucas, Jr. (2003), Menu costs and Phillips curves, *NBER Working Paper Series*, 10187.
- Goodfriend, M. (1988), Central banking under the gold standard, in: Money, cycles, and exchange rates: essays in honor of Allan H. Meltzer, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 29, pp. 85–124.
- Goodfriend, M. (1997), A framework for the analysis of moderate inflations, *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), pp. 45–66.
- Goodfriend, M. (2000), Overcoming the zero bound on nominal interest rates, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4/2), pp. 1007–1035.
- Goodfriend, M. (2002), Interest on reserves and monetary policy, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 8 (1), pp. 77–84.

- Goodfriend, M. (2003), Book review of 'A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951' by Allan H. Meltzer, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis, *The Region*, December, pp. 82–90.
- Goodfriend, M. (2004), Monetary policy in the new neoclassical synthesis: a primer, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 90 (3), pp. 3–20; Reprinted from *International Finance* (2002), 5 (2), pp. 165–191.
- Goodfriend, M., and R. G. King (1997), The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy, *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MA: MIT Press, pp. 231–283.
- Goodfriend, M., and R. G. King (2001), The case for price stability, in: *Why Price Stability?*, First ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main: European Central Bank, pp. 53–94.
- Groschen, E. L., and M. E. Schweitzer (1999), Identifying inflation's grease and sand effects in the labor market, in: M. Feldstein (ed.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, Conference Report, NBER, Chicago: University of Chicago Press, pp. 273–308.
- Keynes, J. M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan.
- Khan, A., R. G. King and A. L. Wolman (2003), Optimal monetary policy, *Review of Economic Studies*, 70 (245), pp. 825–860.
- Klenow, P. J., and O. Kryvtsov (2005), State-dependent or time-dependent pricing: does it matter for recent U.S. inflation?, *NBER Working Paper Series*, 11043.
- Lacker, J. M. (1996), Stored value cards: costly private substitutes for government currency, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 82 (3), pp. 1–25.
- Lagos, R., and R. Wright (2005), A unified framework for monetary theory and policy analysis, *Journal of Political Economy*, 113 (3), pp. 463–484.
- Lucas, R. E., Jr. (2000), Inflation and welfare, *Econometrica*, 68 (2), pp. 247–274.
- Lucas, R. E., Jr., and N. Stokey (1983), Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital, *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 55–93.
- McCallum, B. T. (1990), Inflation: theory and evidence, in: B. M. Friedman and F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 2, Amsterdam: North Holland, pp. 963–1012.
- McCallum, B. T. (2000), Theoretical analysis regarding a zero lower bound on nominal interest rates, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4/2), pp. 870–904.
- McCallum, B. T., and M. Goodfriend (1987), The demand for money: theoretical studies, in: J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (eds.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan, pp. 775–781.
- Meltzer, A. H. (2003), *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951*, Chicago: University of Chicago Press.
- Mulligan, C. B., and X. Sala-i-Martin (2000), Extensive margins and the demand for money at low interest rates, *Journal of Political Economy*, 108 (5), pp. 961–991.
- Phelps, E. S. (1973), Inflation in the theory of public finance, *Swedish Journal of Economics*, 75 (1) pp. 67–82.
- Ramsey, F. (1927), A contribution to the theory of taxation, *Economic Journal*, 37 (145), pp. 47–61.
- Reifschneider, D., and J. C. Williams (2000), Three lessons for monetary policy in a low inflation era, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4/2), pp. 936–966.
- Sidrauski, M. (1967), Rational choice and patterns of economic growth in a monetary economy, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 57 (2), pp. 534–544.

- Sims, C. A. (2003), Implications of rational inattention, *Journal of Monetary Economics*, 50 (3), pp. 665–690.
- Smets, F., and R. Wouters (2003), *Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach*, Paper presented at the First ECB/IMOP Workshop on Dynamic Macroeconomics, Hydra, Greece, May, <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/snets.pdf>.
- Summers, L. (1991), How should long-term monetary policy be determined?, *Journal of Money, Credit and Banking*, 23 (3/2), pp. 625–631.
- Svensson, L. E. O. (2003), Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4), pp. 145–166.
- Tolley, G. (1957), Providing for growth of the money supply, *Journal of Political Economy*, 65 (6), pp. 465–485.
- Wolman, A. (1997), Zero inflation and the Friedman rule: a welfare comparison, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 83 (4), pp. 1–21.
- Wolman, A. (1998), Staggered price setting and the zero bound on nominal interest rates, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 84 (4), pp. 1–24.
- Woodford, M. (1990), The optimum quantity of money, in: B. M. Friedman and F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 2, Amsterdam: North Holland, pp. 1067–1152.
- Woodford, M. (2001), Monetary policy in the information economy, in: *Economic Policy for the Information Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 297–370.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press.
- Yun, T. (1996), Nominal price rigidity, money supply endogeneity, and business cycles, *Journal of Monetary Economics*, 37 (2) pp. 345–370.
- Yun, T. (2005), Optimal monetary policy with relative price distortions, *American Economic Review*, 95 (1), pp. 89–109.

14 Is price stability enough?¹

WILLIAM R. WHITE

14.1 Introduction

What should be the principal objective of monetary policy and under what conditions might the pursuit of that objective be constrained by other considerations? In the aftermath of the Great Inflation, experienced by most industrialised countries in the 1970s, the answer to this question was obvious. Central banks should pursue single-mindedly the objective of reducing domestic inflation to a low level. This was seen, at the time, as the key contribution central banks could make to maximising output growth and, hence, to human welfare over time. They should then take steps to prevent inflation from rising again over the one to two-year (near-term) policy horizon implied by perceptions about the length of the lags in the monetary transmission mechanism.

More recently, in the light of sporadic episodes of deflation and threatened deflation in some countries, this same objective of keeping inflation at a low positive level has been restated in a rather more symmetrical way. Prices should neither be allowed to rise nor fall to any significant degree. The extent to which this consensus prevails is also reflected in the growing number of countries that have announced explicit inflation targets, often with the strong support of the international financial institutions. Closely related, there has been a clear trend towards giving central banks instrument independence to facilitate the achievement of this objective and holding them accountable for doing so. In sum, it is now the conventional wisdom that the principal objective of central banks should be to pursue price stability vigorously.

It will be argued in this paper that price stability is indeed desirable for a whole host of reasons. At the same time, it will also be contended that achieving near-term price stability might sometimes not be sufficient to avoid

1 The views stated herein are those of the author and are not necessarily the views of either the Bank for International Settlements or those that have commented on the paper already. Nevertheless, my thanks to Stefan Gerlach, Már Gudmundsson, Ulrich Kohli and Øyvind Eitrheim for helpful comments, and to Claudio Borio both for comments and for ongoing stimulus about these and related issues over the course of many years. Cf. in particular Borio and White (2004).

serious macroeconomic downturns in the medium term. Moreover, recognising that all deflations are not alike, the active use of monetary policy to avoid the threat of deflation could even have longer-term costs that might be higher than the presumed benefits. The core of the problem is that persistently easy monetary conditions can lead to the cumulative build-up over time of significant deviations from historical norms – whether in terms of debt levels, saving ratios, asset prices or other indicators of imbalances. The historical record indicates that mean reversion is a common outcome, with associated and negative implications for future aggregate demand.

In a recent paper, Christina Romer and David Romer² argued that macroeconomic policymakers in the United States were basically using the right empirical model to conduct monetary policy in the 1950s. That is, policymakers at that time recognised the high cost of inflation, and were rightly convinced by Keynesian arguments that active monetary and fiscal policy could be used effectively to lean against it. They argued further that these insights were somehow lost in the 1960s and 1970s, allowing inflation to become well entrenched, but then (and fortunately) the eternal verities were rediscovered and inflation was resisted once more. Romer and Romer thus conclude that we are essentially back where we were in terms of our understanding of economic and, above all, inflationary processes.

In contrast, it will be contended here that any historical exegesis needs to be extended in time, and thus in scope, to encompass the debate which took place before the occurrence of the Keynesian revolution. The literature produced by the Austrian school of economics in the interwar period concluded that the Keynesian focus on aggregate measures in the economy, like the overall measure of inflation, provided an inadequate bellwether for identifying emerging macroeconomic problems. Rather, the Austrians focused on the impact of changes in relative prices leading to resource misallocations and subsequent economic crises. Moreover, this literature treated economic developments as part of dynamic processes in which past events had an influence on the future. The long run was not just a series of short runs. In our modern world, where journalists, politicians and other non-academic commentators constantly use such terms as ‘excessive’, ‘unbalanced’, and ‘unsustainable’, these pre-Keynesian insights might still have a capacity to enlighten. In the more formal models used by academics, these concepts are rarely

2 Romer and Romer (2002).

present, perhaps because they are so difficult to model quantitatively in the first place.³

A starting point for the analysis in this paper is the explicit recognition of an increasingly obvious fact. Under the joint influences of deregulation and technology, the global economic and financial system has undergone massive change in recent years. The liberalisation of the real economy, in particular the re-entry into the global trading system of such giants as China and India and developments in the global financial system over the last twenty years, have profoundly changed how economic processes work. We are increasingly distant from the highly regulated period following the Great Depression and the Second World War, when our current policy frameworks were developed. Indeed, the structural landscape looks more and more like that seen in the 1920s and the decades prior to World War I. It would not seem implausible, in the light of all this underlying change, that our policy frameworks might also need revision.

Sections 14.2 and 14.3 below are positive rather than normative. They attempt to document that the costs of not having near-term price stability, as well as the benefits, may have been overestimated. Taken together, they make a *prima facie* case for re-evaluating the current, conventional monetary framework. In section 14.4, such an evaluation is carried out, with arguments for maintaining the status quo being confronted with the arguments against. In section 14.5, an outline is presented of what an adapted and improved monetary framework might look like.

To summarise the policy implications, it is concluded that the longer-run implications of monetary policy actions should be given greater weight than they have been. The challenge will be to combine the pursuit of longer-term price stability with a more flexible and nuanced use of the policy instruments directed to that objective. Meeting that challenge will involve changes in how central banks act, in particular the indicators they look at when setting monetary policy, as well as changes in how they communicate what they do to the public.

3 In his Nobel prize lecture, reprinted in Hayek (1975), Hayek warns about putting excessive reliance on empirical 'proofs' in economics at the expense of a coherent theoretical explanation. He argues that economic processes are inherently so complex and constantly changing that the appearance of structural stability is almost always misleading. Interestingly, Keynes shared this view as described in Leijonhufvud (1968). For some more recent scepticism, cf. Summers (1991).

14.2 Deviating from price stability: have the costs been overestimated?

Before evaluating the costs of not having ‘price stability’, it would be best to define what central bankers currently mean by the term. For most central banks, the ‘price’ component is defined as some aggregate measure of the prices of currently produced goods and services.⁴ Depending on taste, this could be either the consumer price index (CPI) or some national income account (NIA) deflator, with or without some sectoral exemptions to purge the series of undesired volatility. Over the longer run, these series tend to move quite closely together, so that the distinctions between them are less important. However, over shorter time periods, like the one or two-year horizons conventionally targeted by central bankers, definitional differences can be significant. For example, the upward trend in energy prices in recent years has driven a wedge between measures which include such prices and those that do not. As for the definition of ‘stable’, the conventional approach would be to define it as some low level of inflation, say between 0.5 percent (to account for upward measurement bias) and 2 to 3 percent per annum. Implicit in this definition is also the view that any measure of deflation (where prices actually fall in aggregate) is not consistent with price stability.

The benefits of achieving any public policy objective are not absolute, but must be assessed against the costs of doing so. Today, the costs of achieving low inflation would be assessed as significantly lower than they were thought to be in the 1960s and 1970s. At that time, many believed there was a long-run trade-off between inflation and unemployment, implying that low inflation meant permanently higher unemployment. Even as that belief began to fade, reflecting the insights of Milton Friedman⁵ and Edmund Phelps⁶ into how shifting expectations would render vertical the long-run Phillips curve, there was still resistance to trying to reduce inflation through market processes. In part, this was because of the perception that even the short-run costs could be substantial. One strand of thought was that the short-run trade-off was very flat, implying that a large unemployment gap would be required to move

4 It is worth noting that in the pre-war literature, two things stand out. First, there was generally no precise definition of what was meant by inflation. This is perhaps not surprising given the rather primitive state of data collection at the time. Second, the discussion was always premised on the idea that credit creation was at the heart of the inflation process. That the evident shortcomings of the ‘monetarist’ experiment in the 1970s should have led to a wholesale rejection of this centuries-long association warrants a study on its own.

5 Friedman (1968).

6 Phelps (1968).

inflation materially. A related strand of thought was that inflationary expectations were very sticky and disinflation would thus not receive much support from a ratcheting-down of the Phillips curve in inflation-unemployment space. This kind of thinking led to a preference for wage-price controls and other non-market processes, along with a belief that ‘gradualism’ in reducing inflation would do so at the lowest cost over time. What is interesting, now that inflation has been reduced to low levels, is that similar views currently prevail about both sticky expectations and shallow trade-offs. The implications of this are examined below.

While the assessed costs of achieving price stability tended to fall over time, the assessed benefits rose in tandem with central bankers’ actual experience of living with high inflation. It was not a pleasant experience. Perhaps the first observation was the disquieting tendency for unleashed inflation to move ever higher when not firmly resisted by macroeconomic policies. In many countries, particularly when exacerbated by the negative supply-side shocks of the 1970s, the battle for factor shares led to a spiralling of wage and price pressures that moved steadily upwards. This eventually led to the conclusion that merely stabilising inflation, once it had reached a level high enough to significantly affect economic decision-making,⁷ was simply not a viable option. The memories of hyperinflation in post-war central Europe, arguably the defining macroeconomic event of the century for Germany, provided further support for this view. Indeed, this historical experience had already led to the Deutsche Bundesbank and the Swiss National Bank being given much more independence than was typical at the time.

The costs of high inflation were increasingly recognised as having micro and macro as well as social dimensions. By way of summary, inflation posed a threat to high, sustained economic growth and social stability. At the micro level, the principal concern was that large aggregate price movements were clouding movements in relative prices and interfering with the information content of the price system. The interaction of large price movements and the tax system, which had never been designed with this in mind, provided another source of concern about economic efficiency and long-term growth potential. At the macro level, increased uncertainty about prospective price movements and the clear potential for an eventual policy response and resulting recession, which indeed often materialised, added a costly risk premium

7 While the tolerable level of inflation is generally considered to be below 2–3 percent, most careful studies of the ‘costs’ of inflation have difficulty identifying such costs below a threshold of around 10 percent. This discrepancy perhaps reflects the belief that inflation above the lower limit would quickly accelerate to breach the upper one.

to financing costs. Together with people's desire to hedge themselves against inflation, this led to an unwelcome shift of real resources away from productive investments into property, both residential and non-residential. Since much of the financing came through banks, this in turn raised concerns about potential instability in the financial system should property prices begin to fall.

Finally, at the social level, it became increasingly evident that a further effect of inflation was to redistribute wealth in an unfair way. This threatened belief in the integrity of both the economic and the political system. Perhaps recognising the truth of John M. Keynes' much earlier observation – "Lenin was certainly right. There is no subtler, no surer means of overturning the existing basis of society than to debauch the currency."⁸ – the political establishment and the citizenry of the industrialised countries eventually became convinced that inflation had to be brought down and kept down. As noted above, this rightly continues to be the conventional wisdom today.

That said, another aspect of today's conventional wisdom concerning inflation should also be noted, particularly since it has some bearing on the subsequent discussion of deflation. That is, one-time upward shifts in the price level should be tolerated to the extent that they do not threaten to generate increases in inflationary expectations and second-round effects on prices. Such temporary increases in measured inflation, arising, say, from a negative supply shock to production capacity, can facilitate the relative price adjustment which is needed to respond to the supply shock. The alternative possibility – resisting an aggregate price increase – would demand that other prices fall to ensure the relative price shift. Since this is generally thought to involve greater economic costs, it has not generally been thought of as the preferred alternative.⁹

An objective assessment of the costs of deflation (in contrast to inflation) is rendered more difficult by the comparative rarity of such events in recent decades and, partly as a result, by the prominence typically given to the appalling experience of the US during the Great Depression of the 1930s. Clearly, this was their defining macroeconomic event of the last century. Yet it must also be recognised that, in historical terms, the association between price de-

8 Keynes (1920), p. 220.

9 A recent major study of pricing behaviour by European firms casts some doubt on this. Downward price movements for individual products are as common as increases. Moreover, downward price movements seem more responsive to demand conditions than do price increases, in part because customers see price increases in response to demand pressures as 'gouging'. This implies a concave short-term Phillips curve, which is not the conventional wisdom. Cf. Dhyne et al. (2005).

clines and massive output and job losses was almost a unique event. Looking back over a much longer historical period,¹⁰ a number of studies indicate that many periods of mild deflation prior to World War I were associated with continuing strong increases in output, some with only mild recessions, and just one or two with sharp falls in output. Moreover, looking at some more recent periods of deflation, or near deflation, the overall economic performance of the affected countries was not seriously compromised. In Japan, mild deflation did not lead to a cumulative downward spiral in consumer spending, premised on prices being expected to be still lower in the future, even though the after-effects of the corporate excesses of the 1980s were severe. In China, mild deflation had no discernable effect on growth rates, which were maintained at extremely high levels.

Categorising deflations in terms of “The Good, the Bad and the Ugly”, terms made famous by a well-known film,¹¹ has considerable merit in that it underlines that not all deflations are the same. This leads to the need to analyse why the costs of deflation differ and, in turn, the issue of how costly a deflationary period in the global economy might be today. This understanding would be relevant for determining what price should be paid for an insurance premium against such an event happening.

‘Benign’ (perhaps a more accurate term than ‘good’) deflations in which output growth remained strong have historically generally been associated with positive supply shocks. In particular, in the period prior to World War I, technological innovation, rapidly rising productivity and globally mobile factors of production often led to both falling aggregate prices and sustained business activity. Lower prices contributed to higher real wages, while higher productivity allowed the share of profits in factor incomes to be maintained or even increased. In this environment, asset prices also remained strong and monetary and credit aggregates tended to rise as well.

‘Bad’ deflations have been those in which deflation was accompanied by recessions of normal size. Such circumstances were often produced by slackening demand, in a situation where inflation was already at a low level. Broadly put, the costs of such mild deflations would not seem likely to be much different than those of mild inflations. At the micro level, there would be concerns about the weakened content of price signals, interactions with the tax system and arbitrary wealth transfers. At the macro level, a preference for cash over risky investments might further slow growth potential over time.

¹⁰ Cf. chapter IV in BIS (1999, 2003). Also Borio and Filardo (2004); Bordo and Filardo (2005).

¹¹ Suggested for use in this context by Borio and Filardo (2004).

That said, it could not be ruled out that a bad deflation might turn into an ugly one. Friedrich Hayek referred to this as a ‘secondary depression’ and accepted that it should be resisted by monetary policy.¹²

An ‘ugly’ deflation, like that of the 1930s, has its roots in three nominal rigidities. The first rigidity is that of nominal wages. If prices begin to fall, while wages do not, then real wages rise and profits are squeezed. This then feeds back on lower employment and lower investment, with the associated reductions in demand further supporting price declines. The second rigidity is the zero lower bound for nominal interest rates. If prices move down, and are anticipated to move even lower, the *ex ante* real rate of interest rises and cannot be offset by further nominal declines. This has further negative implications for investment, but also for debt service requirements more broadly. Debts denominated in nominal terms are the third rigidity, and they can affect both the consumer and corporate sectors. Evidently, the severity of the effect on debt service requirements will depend not only on the rate of deflation, but also on the level of nominal debt outstanding.¹³ Finally, the historical evidence indicates that related weaknesses in the financial system can also seriously exacerbate a downturn.

Considering the structural characteristics of today’s global economy indicates that it may have more traits in common with the world prior to World War I than that of the Great Depression. To this extent, current concerns about avoiding deflation might be overstated. In particular, a pattern of ongoing economic liberalisation, occurring both domestically and internationally, has contributed to an ongoing series of positive supply shocks that have pushed down the prices of internationally traded goods and services.¹⁴ Moreover, the same forces in association with new communication technologies have sharply increased the proportion of output that is internationally traded. In many countries, the US especially, but also many emerging market economies, productivity growth has also increased measurably. In spite of this downward pressure on prices, profit shares have widened significantly in recent years. Clearly, productivity growth has contributed to a lower rate of growth for unit labour costs, but nominal wages have also been remarkably subdued in many countries. The recent growth in the global labour supply can serve as an explanation. Moreover, as was the case prior to World War I,

12 Hayek (1974), p. 5.

13 In the background stands a further asymmetry. The fact that debtors can go bankrupt has evident effects on their spending capacities, but also on creditors.

14 All the changes noted in this paragraph are well documented in Galati and Melick (2006) and the more than thirty empirical papers to which they refer.

both labour and (especially) capital are now highly mobile. Increases in labour compensation in the industrialised countries are thus currently restrained by the use of foreign workers to remove bottlenecks and by the credible threat that whole factories could be moved to lower-cost jurisdictions.

The same conclusion can be reached by considering the extent to which nominal rigidities might (or might not) play a role today in transforming a benign deflation into a bad or even ugly one. The first rigidity – that of real wages – would seem from the historical comparison above not to be an obvious problem. However, the second rigidity – the potential for policy rates to hit the zero nominal bound and for real rates to rise uncontrollably – must be a source of greater concern given how low policy rates currently are in most industrialised countries. It is also worth noting, however, that the ratcheting-up of *ex ante* real rates also depends on falling prices (*ex post*) being extrapolated into the future. Put otherwise, it depends on their perceived persistence in the inflation process. Fortunately, the empirical evidence referred to above indicates that inflation persistence has fallen sharply in recent years, as indeed was the case prior to World War I.¹⁵ The fact that falling prices in Japan, over the last eight years, do not seem to have led to consumers ‘postponing’ purchases in anticipation of further falls must also be judged a positive sign. Indeed, household savings rates fell more in Japan over the last decade than they did in the US, albeit to a higher level.

There is also the third issue of debt contracts being defined in nominal terms. There can be little doubt that current debt levels in some countries are very high. This applies particularly to government debt in Japan, corporate debt in Europe and household debt in the US and a number of other English-speaking countries. Falling prices and nominal revenues could then have the potential to seriously undermine the capacity to service debt, and could lead to disruptive bankruptcies. At this juncture, such concerns might seem to provide clear support for the view that insurance against deflation is worth having. However, such a conclusion must be qualified to the degree that (as will be argued below) high debt levels may themselves have been encouraged by easy financing conditions in the past.

15 The absence of ‘persistence’ prior to World War I, that is, the rejection of the unit root condition in the inflation process, owed much to the operation of the gold standard. Thus, when prices went down, they were normally expected to go back up. Today, we have something similar, assuming the credibility of monetary regimes having the objective of keeping inflation at a low positive level. Mean reversion in the expected price level might be even further encouraged by committing to a price level, rather than an inflation target. Whether this credibility would prove as robust as the operations of the gold standard remains to be seen.

Finally, most current indicators show that the financial institutions in most of the industrialised countries are very healthy,¹⁶ although certain fragilities can be identified looking forward. In particular, the opacity and complexity of the financial system today shroud in secrecy who finally bears the risks, and increase the likelihood of operational problems. More broadly, the reliance of banks in many countries on revenues from dealings with the household sector, already heavily indebted, could in the future prove a source of financial vulnerability. Yet as just noted above, these exposures might also have increased over time in response to successive episodes of monetary easing and associated credit expansion.

14.3 Maintaining price stability: have the benefits been overestimated?

This section begins with an analysis of some of the other objectives that have traditionally constrained central banks from pursuing price stability single-mindedly. While the importance of these may have been downgraded, as the objective of price stability has been upgraded, there are good reasons why their influence persists. Also note that, while many central banks have been given a formal mandate to pursue price stability as their primary objective, many have not. In part, this may reflect the belief that objectives other than price stability, even if only over relatively short periods, might also bring benefits.

After considering these traditional constraints, attention is then directed to a set of problems that have again gained prominence in recent years. In particular, attention is drawn to financial and other forms of economic disruptions associated with booms and busts in credit growth, asset prices and significant deviations in spending patterns from earlier norms. Historically, there have been repeated episodes of this sort, despite the general maintenance of price stability in the periods preceding them. After some reflection on how earlier economic theorists explained this phenomenon, an attempt is made to indicate why these historical allusions might have some relevance today.

16 It is clear that the severity of the depression in the 1930s was exacerbated by the weakness of banking systems, at a time when they had unprecedented dominance over the financial system as whole. This was not the case prior to World War I, nor is it the case today in most of the larger industrialised countries.

14.3.1 *Traditional constraints: output growth and exchange rates*

If one accepts that there is no long-run trade-off between output and inflation, then concerns about maintaining output growth cannot be viewed as being in fundamental opposition to the pursuit of price stability. If, as is normally the case, the price objective (initially under control) is under threat from excessive or deficient demand, the pursuit of the former automatically implies a monetary policy which runs countercyclical to the business cycle. Tightening, for example, resists both excessive demand and the inflationary pressures it generates. Yet, less fundamentally, there are circumstances where concerns about output growth do have an independent influence on policy decisions. In the formal literature, it is commonly assumed that the loss function that the monetary authority is trying to minimise includes deviations of output from potential, as well as inflation from its targeted level. More practically, attempts to move forecast inflation back to target too quickly can cause more severe cumulative output losses than a slower and steadier process. A convex, short-term Phillips curve has properties sufficient to lead to this kind of behaviour on the part of the monetary authorities.

Confronted with supply-side shocks, however, there can be a more fundamental conflict between price stability and output growth. For example, an oil embargo raises prices and reduces aggregate supply. In countries that are net oil importers, this is equivalent to a tax increase, which also reduces aggregate demand. When this happened for the first time in 1974, macroeconomic policy tried to lean against the output costs, with devastating effects, as both inflation and inflationary expectations rose sharply. Learning from this mistake, the decision was taken in 1979 to lean against the price effects. Today, as noted above, the conventional wisdom would be to accept the direct, first-round price effects, but not any subsequent pass-through effects.

A second traditional constraint, that of the exchange rate and the possibility of associated external imbalances, has been a recurrent concern of the SNB and many other central banks. The pursuit of domestic price stability in a world of highly mobile capital flows implies that the exchange rate must be allowed to float.¹⁷ Monetary tightening in the interests of reducing inflationary pressures could, in some cases, lead to a degree of nominal and real exchange rate appreciation that would significantly worsen the current account balance. This could increase the likelihood of a future exchange rate crisis, and might in any event demand a degree of domestic resource reallocation

¹⁷ Simultaneously having an independent domestic monetary policy, a fixed exchange rate and highly mobile capital flows is referred to in the modern literature as the 'impossible trinity'.

that could prove discomfiting if forced to occur very quickly. Similarly, monetary easing might lead to a run on the currency with similar effects of opposite sign. Whether driven predominantly by concerns about the level of the exchange rate and its effect on real variables, or its rate of change and the effects on financial variables, the monetary authority might either wish to, or feel forced to, factor such considerations into its decisions.

Normally, extended resistance to pressure for the nominal exchange rate to appreciate would lead to domestic inflation that would ensure a real appreciation of the currency in any event. Confronted with such inflationary tendencies, monetary policy would be tightened and the nominal exchange rate allowed to rise. However, in Asia in recent years, in the absence of any overt signs of domestic inflation, it has been possible to continue to resist currency appreciation through a combination of massive, sterilised intervention and easy domestic monetary policies. In fact, real interest rates in Asia have been close to zero for some years. To date, these policies have not been manifestly bad for Asian countries. Real growth has been rapid, and large exchange reserves have been accumulated as 'insurance' against any possible repeat of the Asian crisis of the late 1990s. However, looking forward, problems concerning either domestic inflation or imbalances of various sorts could eventually arise in Asia. The parallel between Asia today and Japan in the late 1980s is not wholly fanciful.

If this is only a potential problem, arising in the context of stable Asian prices, another problem is already evident, and on a more global scale. The region as a whole has built up a large trade surplus, which is the counterpart to a significant part of the US trade deficit. This outcome reflects not only undervalued Asian currencies, but perhaps also lower long rates in the US, as accumulated foreign exchange reserves have been reinvested in bonds largely denominated in US dollars. While, to date, price stability has been maintained in both the creditor and debtor countries, the global financial system has nevertheless become increasingly exposed to unprecedented external imbalances.¹⁸ Moreover, the conviction of foreign exporters to the US that domestic prices in dollars cannot be raised, even should the US dollar fall relative to their own currencies, has significantly reduced the exchange rate pass-through. While there must be limitations to this process, the failure of relative prices to adjust stands as a significant impediment to increased US competitiveness and an orderly current account adjustment.

18 Cf. White (2005b).

14.3.2 New constraints: fixed capital, debt and financial stability

Lessons from economic history

The historical record provides stark evidence that a preceding period of price stability is not sufficient to avoid serious macroeconomic downturns. Perhaps the most telling example is that of the Great Depression in the United States in the 1930s. The period was characterised by massive and continuing losses in terms of both employment and output, accompanied by a cumulative deflation process and associated financial distress in response to accumulated debt. Indeed, almost one-third of US banks failed over the course of the 1930s.¹⁹ The crucial point is that this downturn was not preceded by any noticeable inflation. Indeed, prices were essentially stable for most of the 1920s and were actually showing signs of measured deflation before the decade drew to a close. Rather, the period was characterised by rapid technological innovation, rising productivity, rapid increases in the prices of equity and real estate, and strong fixed investment. Behind these developments were ongoing technical innovations in the financial sector, not least the much greater availability of consumer credit.²⁰

Turning to more recent history, Japan has been in a protracted period of sub-par growth for well over a decade, with the gross domestic product (GDP) deflator falling almost 10 percent on a cumulative basis. With growth averaging only around 1 percent annually between 1992 and 2004, the unemployment rate rose from a low of 2 percent in 1989 to a high of 5.5 percent in 2001. At the same time, the banking system showed increasing signs of stress, and a number of bankruptcies were recorded in spite of strong and continuous state intervention. As with the earlier US experience, this very poor performance was preceded by a sharp increase in credit, asset prices and fixed investment. Notably, however, there was again no prior acceleration in overt inflationary pressures. As for the Japanese financial sector in the 1980s, it was both subject to the ongoing influence of technological innovation and, more importantly, in the process of financial deregulation.

Still more recently, attention could be drawn first to the financial crisis in Southeast Asia in the late 1990s. For some countries, the costs could be measured as double digits of GDP, with associated increases in unemployment. The banking systems were also significantly affected. In a number of

19 In this regard, the tightening of monetary policy in 1931 within the framework of the gold standard was distinctly unhelpful.

20 Cf. Eichengreen and Mitchener (2003).

cases, deflation threatened to, or actually did, emerge. Similar to the US and Japanese cases, these difficulties were not preceded by any marked inflationary excesses, but rather by sharp increases in credit, asset prices and fixed investment. On the financial side, an important influence was exerted by large-scale capital inflows, which subsequently and suddenly reversed as the crisis worsened.

Finally, the same general point could be made about the rather different stresses imposed on the real and financial system by the Russian debt crisis in 1998 and the subsequent failure of the LTCM fund, and the collapse of global stock markets in 2001. These disruptive incidents also took place in an environment of effective price stability. As with the episodes above, each was preceded by significant evidence of financial overreach (accelerating credit growth, rising leverage, rising asset prices). Furthermore, in both the US and Europe, there was a sharp increase in business investment during the second episode directed largely to the technology, telecommunications and media sectors believed to epitomise the 'New Era' then thought to be emerging.

These facts are as easy to describe as their implications are hard to deny: price stability was not enough to ensure high, sustained growth. What is harder to do is to present an analytical explanation for these costly events, given the absence of the expected catalyst of rising inflation. In the following parts of this section, two relevant points are made. First, recourse is made to some of the central tenets of pre-war Austrian theory and how that model contrasts with the Keynesian analytical approach still used by most central bankers. Second, an attempt is made to show how structural changes in the economy, both real and financial, might have rendered these theoretical insights of more practical relevance today than they were during the 1950s, 1960s, 1970s, and perhaps even the 1980s. In short, history might still matter.

Lessons from the history of economic thought

A useful starting point might be the Keynes-Hayek debate of the early 1930s. This was conducted in the early days of the Great Depression against the backdrop of a previous half century or more of substantial business cycle variations.²¹ While John Hicks²² contends that the debate captured the imagination of the economists of the time, it has since been generally forgotten. Both Keynes and Hayek began by accepting some common insights. The first is that a monetary economy is fundamentally different from a barter econ-

21 This debate has been well chronicled in Cochran and Glahe (1999).

22 Hicks (1967).

omy. The second is that both built upon the Wicksellian framework which emphasised the problems associated, in a monetary economy, with the financial rate of interest deviating from the so-called natural rate of interest.²³ These similarities noted, their thinking subsequently led them in quite different directions.

David Laidler²⁴ notes that the IS/LM model, still the workhorse in the stable of most central bankers,²⁵ is essentially a one-period model in which the short run and the long run are effectively indistinguishable. Its central message is that deviations between the financial and natural rate will create either deficient or excessive aggregate demand leading to unemployment and (in a fuller model) inflation respectively. Both are undesirable in themselves. In contrast, the passage of time is a central feature of Austrian theory and, short of the long run, credit creation need not lead to overt inflation. Rather, relative prices are the key to future outcomes. Deviations between the financial and natural rates lead the financial system to create credit which encourages investments that, in the end, fail to prove profitable. The underlying reason for this is that the investments tend to be directed to the production of goods and services for which the level of demand anticipated never in fact materialises. While many have rightly criticised the specifics of Austrian capital theory, the concept of erroneous investment processes driven by credit creation is still noteworthy. Moreover, while most Keynesian models assume a relatively smooth adjustment from one equilibrium to another, the Austrians stressed growing imbalances (cumulative deviations away from equilibrium) and an eventual crisis whose magnitude would reflect the size of the real imbalances that preceded it. The underlying reason for this last observation is that the capital goods produced in the upswing are not fungible, but they are durable. Mistakes then take a long time to correct.

As is now well known, the Austrian approach dropped from sight in most parts of the world, in part because it offered no hope in the face of the crisis of the 1930s. Moreover, the Keynesian approach subsequently offered highly satisfactory performance in the post-war period, barring the 1970s as discussed above. Indeed, since the early 1980s, the conventional approach to

23 The financial rate of interest is the rate at which commercial banks stand ready to lend. The natural rate is rather determined by real factors, in particular those having to do with saving and investment.

24 Laidler (1999).

25 Cf. Blinder (1988, 1999). Blinder implicitly associates the Keynesian model with the IS/LM apparatus developed by Hicks. As Leijonhufvud (1968) made clear, this association loses much of the richness of Keynes' thought, particularly about capital markets and the role of immeasurable expectations.

macro policy has produced truly stellar macroeconomic outcomes. Growth in most industrialised countries (excluding Japan) has been both higher and less volatile, while inflation has been sharply lower, but also less volatile. Against this historical background of success, it might seem strange to suggest that the pursuit of low, positive inflation by central banks should be complemented by concerns about financial excesses and imbalances that are more in the Austrian spirit. It is argued immediately below that there are plausible reasons to warrant such a re-evaluation. As a complement, it will be further argued in section 14.4 that there is a reasonable chance that the good performance seen to date might not be sustainable.

Why history might still matter

One reason to warrant a reappraisal of the current conventional approach to monetary policy is that the structure of the global economy has changed remarkably in recent decades. In particular, financial liberalisation has increased the likelihood of boom-bust cycles of the Austrian sort. Moreover, the integration of big countries into the world economy and the liberalisation and globalisation of the real economy, as discussed above, appears to have had material effects on the inflation process and the transmission mechanism of monetary policy. Consider each development in turn.

The structural changes in the financial sector in recent decades have been profound. Some combination of technological change and deregulation has led to a quickening process of disintermediation from banks, growing reliance on market processes, globalisation and institutional consolidation.²⁶ In short, we now have a liberalised financial system which seems much more likely to show boom-bust characteristics than the previously repressed one. Michael Bordo and Barry Eichengreen convincingly document the decline of such incidents internationally, in response to the imposition of financial controls in the 1930s and 1940s, and their subsequent rise as these controls were gradually removed.²⁷

The dynamics of the process can be described as follows: buoyed by justified optimism about some particular development, credit is extended, which then drives up related asset prices. This both encourages fixed investment (as per Tobin's q), and increases collateral values, which supports still more credit expansion. With time, and underpinned by an associated increase in output growth, this process leads to increasing willingness to take on risks

²⁶ Cf. White (2004a).

²⁷ Bordo and Eichengreen (2000).

(‘irrational exuberance’), which gives further impetus to the credit cycle. Claudio Borio et al. provide evidence that credit spreads, asset prices, internal bank risk ratings, ratings from agencies and loan loss provisions all demonstrate this tendency to procyclicality.²⁸ Subsequently, as exaggerated expectations concerning both risk and return are eventually disappointed, the whole process goes into reverse. As undershoot replaces overshoot, the dampening effect on the real economy of high debt levels and weak investment becomes particularly notable. Frequently, but not necessarily, the financial system is itself weakened and exerts a further dampening effect on the real economy.

This analysis of events does not seem at odds with the descriptions presented above of the many economic and financial disruptions seen over the last decade or two. While generally not preceded by overt inflation, they were all characterised by rapidly rising credit, asset prices and fixed investment. Indeed, it also seems consistent with the subsequent and extended weakness of fixed investment in post-unification Germany, Japan, Southeast Asia and the US after earlier periods of strong investment growth. In sum, there are stronger grounds today than in earlier decades for looking at financial sector developments, and their potential to threaten rapid and sustainable output growth, as new indicators which ought to help guide the conduct of monetary policy.

By the same token, structural change in the real economy might also imply that there are grounds for questioning the use of traditional indicators in the conduct of monetary policy. While reserving normative prescriptions for section 14.4, there is clear empirical evidence that the inflation process has changed markedly in recent years.²⁹ The pass-through of exchange rate changes and other costs to domestic prices is much reduced. The influence of domestic output gaps on inflation seems on the wane. Indeed, recent work by Claudio Borio and Andrew Filardo suggests that, for many countries, global measures of capacity utilisation are already exerting a significant degree of influence over domestic measures of inflation.³⁰ Estimates of the short-run slope of the Phillips curve have fallen in many countries, and the persistence of inflation (after shocks) has fallen significantly in many countries.

Far from having a common understanding of what is going on here, as suggested by Romer and Romer, a number of competing hypotheses can be

28 Borio et al. (2001).

29 As noted above, cf. Galati and Melick (2006).

30 Borio and Filardo (2006).

suggested.³¹ Both real (increased international and domestic competition and productivity) and nominal (increased central bank credibility) forces might be in play. Unfortunately, this lack of clarity as to root causes also implies some considerable uncertainty with respect to the appropriate conduct of monetary policy. Taken together with the identified changes in financial structure, there seems then to be a *prima facie* case for re-evaluating the current framework for conducting monetary policy.

14.4 Evaluating the conventional policy framework

In the preceding sections, support has been provided for two propositions. First, serious macroeconomic downturns can occur in fiat money economies, even if they are not preceded by overt inflationary pressures. Put otherwise, the many benefits of stable prices do not extend to excluding such extreme events. Second, just as there is a willingness to tolerate the first-round effects of negative supply shocks on inflation, there should perhaps be a similar willingness to tolerate deflation arising from positive supply shocks. The costs of benign deflations are difficult to evaluate, and would, in any event, have to be balanced against the costs of avoiding them. In this last section of the paper, the implications of these joint insights in choosing a framework for the conduct of monetary policy are assessed.

The section is divided into four parts. First, the salient characteristics of the current ‘orthodox’ framework are presented. These cover not only the objective(s) of monetary policy, but also the way in which the instruments of monetary policy are used in the pursuit of the objectives. This is followed, second, by arguments for maintaining the status quo, and third, by the arguments against. Fundamentally, the issue comes down to the merits of a more static analysis (‘so far so good’) versus a more dynamic approach focused on where the current path might be leading.

14.4.1 *The conventional policy framework*

It must be recognised that monetary policy is conducted with significant differences in emphasis across currency areas. Thus, any single description of how monetary policy is conducted risks becoming a caricature.³² Moreover,

31 Romer and Romer (2002).

32 This risk is perhaps greatest in the case of the SNB and the European Central Bank, whose policy frameworks have rather more in common with the ‘adapted framework’ advocated below. Cf. Issing (2004) and European Central Bank (2005) for overviews of the approach of the European Central Bank. For an overview of the policy framework of the SNB, cf. chapters 4.3, 4.4 and 11 of this volume.

the conduct of monetary policy is constantly evolving in practice. Central bankers react to shortfalls in their own performance, to unexpected side effects of what they do, and to new intellectual insights.³³ Nevertheless, looking back over recent years, the orthodox framework for conducting monetary policy would seem to comprise the following five propositions.

First, the primary objective of monetary policy should be to maintain inflation at a low positive level. Given the presumed lags in the effects of monetary policy, this implies targeting a forecast of inflation for two years ahead. In some jurisdictions, this objective is publicly declared (as in inflation targeting), whereas in others, it is implicit in what the authorities both say and do.

Second, the principal instrument for achieving the objective is use of the short-term policy rate under the direct influence of the central bank. In most jurisdictions, this influence is exercised through some combination of announcements of rate corridors and market operations affecting the provision of reserves to the banking system. In recent years, in Japan, where the policy rate has effectively been at the zero nominal bound, the authorities have relied upon 'quantitative easing'. This has been conducted through announcing and implementing targets for the aggregate level of excess reserve holdings in the banking system.

Third, the forecast of future inflation, whose evolution guides the setting of the policy instrument, relies primarily on the influence of gaps in the product and labour markets. Estimates of capacity utilisation and the natural rate of unemployment thus play a central role. The use of other indicators of future inflation, such as the rate of growth of monetary and credit aggregates, are sometimes referred to (especially in continental Europe), but still essentially play a secondary role.

Fourth, asset prices are important only to the extent they exert pressure on gaps and subsequent inflation. In any event, asset price 'misalignments' are difficult to identify and cannot be effectively resisted, since this would require interest rate increases that would be destructive elsewhere in the economy. Conversely, any slowdown in economic activity associated with an asset price bust can be effectively resisted through an easing of monetary policy. This could impart a degree of asymmetry to the conduct of domestic monetary policy in the face of such disturbances.

Finally, conduct of monetary policy in the light of the four principles above implies a significant degree of willingness to allow the foreign exchange

33 White (2002).

value of the domestic currency to float. To the degree that countries wish to resist this, another important asymmetry must be highlighted. Countries can resist depreciation through sterilised foreign currency intervention only to the extent their foreign currency reserves (or capacity to borrow) allow. There is no such limit to resisting appreciation. The domestic central bank can create as much domestic currency as it wishes, to purchase foreign currency, provided that it is prepared to live with the side effects of such policies.

14.4.2 Arguments for the status quo

While there might indeed be a *prima facie* case for re-evaluating the current monetary policy framework, a compelling argument for retaining the status quo, after such a re-evaluation, has already been referred to. It has delivered the goods in terms of the ‘Great Moderation’. In other words, output fluctuations have been much attenuated in recent decades, and both the level and the volatility of inflation have been remarkably reduced. In effect, central bankers learned from experience the harm that inflation could do and resolved to reduce it. They have been very successful, and we are now reaping the rewards in terms of much better macroeconomic performance. In particular, with inflation low and stable, there has been no need for periodic episodes of sharp tightening of monetary policy with the associated risk of inadvertent recession.

As for the evidence of growing disturbances in the financial sector, those wishing to maintain the current framework would argue that these are due in large part to learning problems in an increasingly deregulated sector, and also to deficiencies (in certain countries) of the infrastructure supporting the financial system. The central point is that, in both cases, these problems should prove temporary. A corollary of this view is that liberalised financial systems are not inherently procyclical and are certainly not prone to recurring crises. On the contrary, more complete financial markets will prove in the end to be both efficient and highly resistant to shocks. Not only do they allow the transfer of risk to those most capable of bearing it, but they also facilitate intertemporal income smoothing, which allows demand to be maintained even under stress. Indeed, when one considers the number of serious shocks to which the global economy and financial system have been subjected in recent years, that inherent resilience is already increasingly apparent.

Finally, it would have to be noted that the current monetary framework has allowed monetary policy to play an appropriately countercyclical role whenever events seemed to threaten the prospects for sustained global growth. On the one hand, higher policy rates were used in the late 1980s, in

1994 and also near the end of the 1990s to respond to perceptions of rising inflationary pressures. On the other hand, policy rates worldwide were lowered sharply after the stock market crash of 1987. Rates were also lowered aggressively at the end of the 1980s, in the face of the collapse of property prices in many countries and the perceived weaknesses of many banking systems. In 1997, in response to the possible future implications of the Asian crisis, rates were left on hold even though traditional measures of inflationary pressures were signalling the need to tighten. The Russian crisis and associated collapse of LTCM led to an overt easing of policy, as did the subsequent decline in global equity prices. Indeed, this latter event eventually led to nominal policy rates of only 2 percent in continental Europe, 1 percent in the US and, of course, the maintenance of the policy rate at zero in Japan, supplemented by quantitative easing.

Given how successful the combination of these policies proved to be in stabilising output growth, the case for a change in the framework for conducting monetary policy would not seem obvious. Yet, going beyond what might seem obvious, other considerations must also be taken into account.

14.4.3 Arguments for change

For analytical purposes, four separate problems are identified below, although, in reality, they interact to put the economy on an unwelcome dynamic path. Firstly, with a monetary policy focused solely on price stability, the endemic procyclical characteristics of the financial system will meet with resistance during the upswing only to the extent they trigger inflationary pressures. Secondly, responding to the subsequent downturn through asymmetrically easier monetary policies, unless reversed promptly, can set the stage for a new set of imbalances. Thirdly, if positive supply-side shocks are also met by easier credit conditions, then policy might actually enhance those procyclical tendencies in the financial system. Finally, the pursuit of similar policies in successive financial cycles might, for an extended time, maintain output growth and price stability, but could also compound the underlying exposures. The case for change to the current system having been made, section 14.5 asks what an altered system might look like.

Limited monetary resistance as confidence mounts

The historical capacity of the financial system to generate credit and asset price excesses along with spending misalignments has been documented in section 14.3.2. This evidence must, however, be set against the contention that such problems are transitional rather than endemic. In fact, problems of

this nature have been observed for centuries under all kinds of monetary regimes. Most importantly, they were commonplace in systems that were not subject to changing regulation or to advancing financial technology. This is not to deny, of course, that such considerations can materially worsen a natural tendency towards irrational exuberance.³⁴ In sum, there is an endemic problem of occasional booms, followed by costly busts, which seems unlikely to go away.

Nevertheless, to date, there has been a marked unwillingness to tighten monetary policy in response, except to the degree seemingly warranted by the estimated direct effects on overt inflation. As noted above, the arguments commonly used are that bubbles in asset prices are hard to identify, and that 'pricking' the bubble would demand interest rates so high as to damage other, unaffected parts of the economy. Yet a convincing counterargument is that the indicators considered by policymakers should extend well beyond asset prices. Rather, it is the combination of rapid credit growth, rising asset prices and unusual (unsustainable) patterns in the composition of aggregate demand that should elicit a monetary response. The former two series point to the probability of a subsequent problem or crisis, while the latter two give some idea of the prospective associated costs should the problem materialise.³⁵ For example, an abnormally low rate of household saving (due say to inter-temporal optimising facilitated by modern financial markets) implies the need for future retrenchment, which could materially slow spending. Similarly, an abnormally high rate of corporate investment could imply unprofitable outcomes, with subsequent negative effects on the demand for both capital and labour.

A tightening of monetary policy in the face of a combination of these indicators would, at the very least, moderate the intensity of the upturn and, in turn, the subsequent damage. Moreover, the recognition that the monetary authority was likely to react in this way might also lead to changed behaviour on the part of economic agents. This could reduce the degree of inherent procyclicality in the system. While this might seem far-fetched, such a response would be very similar to that which followed the decision of central banks to pursue the objective of price stability. Expectations of inflation became much better anchored as a consequence, and the need for sharp policy responses much attenuated.

34 Cf. Andersen and White (1996).

35 Behind this interpretation is the concept of expected loss, which is the product of the probability of an event and the loss given such an event.

Asymmetric easing in the downturn

Reliance on aggressive monetary easing to reduce the costs of the bust phase also has a number of drawbacks. The first is that it might not work. Both Keynes and Hayek were aware of the limitations of monetary easing in the face of headwinds associated with the earlier period of misplaced confidence. Keynes' reflections on the 'liquidity trap', and the difficulties of 'pushing on a string', are well known. Hayek put his emphasis on what he saw as a paradox. If the underlying problem was a misallocation of real resources, due to the excessive creation of money and credit, it hardly seemed obvious that the preferred solution was still more credit and, potentially, still more imbalances. It is worth reflecting in this regard on the recent history of both Japan and the US. In the former case, unprecedented monetary easing did not suffice to reverse a fifteen-year long slowdown in growth. In the US, a similarly unprecedented easing of monetary (and fiscal) policy after 2001 succeeded in restoring growth, but the pace of economic recovery was still the slowest recorded in the post-war period.³⁶

The second potential drawback of aggressive monetary easing has to do with the effects on the composition and ownership of the capital stock. After a period of excessive investment, unprofitable capital should be shut down to allow a reasonable rate of return to competitors. However, as the Japanese experience clearly indicates, so-called 'zombie' companies can more easily receive evergreen finance from related banks, given low nominal interest rates, which can significantly impede this needed process. The end result might be that the time required for balance sheet adjustment (in particular, debt reduction) would be extended accordingly. Moreover, the opportunity provided for companies to borrow cheaply elsewhere, and amass large cash reserves, also implies a capacity to avoid bankruptcy, even if the underlying fundamentals might point strongly in that direction. Further, cheap financing facilitates mergers and acquisitions, even though the historical record implies that these are more likely to reduce value than to create it. Finally, sharply lower interest rates imply a transfer from creditors to debtors, which,

36 This experience of the influence of 'headwinds', arising from the earlier period of exuberance in the United States in the late 1990s, could also lead to a re-evaluation of the causes of the Great Depression in the 1930s. Perhaps, after all, it was not a simple case of policy misjudgment by the Federal Reserve, but the inevitable outcome of the earlier imbalances. Cf. Eichengreen and Mitchener (2003). The Southeast Asian crisis in the late 1990s provides another example of the limitations of easier monetary policies. Lower interest rates to stimulate the economy threatened to undermine the exchange rate and, in turn, led to higher long rates. Moreover, given the currency mismatch problem faced by many countries, currency depreciation was actually contractionary rather than expansionary.

over time, could result in a reduction in saving propensities and in the prospects for longer-term growth. In sum, if low interest rates are maintained for an extended period, they may or may not have the desired effect on aggregate demand, but they clearly have negative longer-term effects with respect to aggregate supply.

The third potential drawback concerns potential distortions in financial markets. First, the Japanese experience over the last five years shows how, given an extended period of very low interest rates, the interbank market can collapse, leaving the central bank exposed as the market-maker of last resort. Second, as seen more broadly in Asia in recent years, the ample availability of low-cost credit from dominant banks impedes the development of other forms of market financing. Over time, with financial markets seriously incomplete, this can reduce both financial efficiency and stability. Third, and pertaining more to well-developed financial markets, lower interest rates can enhance the 'search for yield'. This is particularly the case for financial institutions (such as insurance companies and defined benefit pension funds) that must hit predetermined hurdle rates. This both induces investors to purchase increasingly risky assets and to use increased leverage to raise rates of return on equity. Such behaviour becomes manifest in reductions in risk premiums on lower-rated paper and sovereigns and in the increased availability of low-cost finance to support venture capital investments and to purchase asset-backed securities. While this encourages aggregate spending and investment as desired, it could set the scene for another burst of credit-fuelled misallocations further down the line should certain sectors of the economy be particularly favourably affected (consider the technology, telecommunications and media sectors in the late 1990s and housing markets more recently).

A final drawback of the use of aggressively easy monetary policies in the aftermath of a boom is the eventual need to devise an 'exit' policy. On the one hand, this will be made more difficult to the degree the shortcomings just noted are in evidence. If valuations in asset markets look stretched, and if debt levels remain high, higher policy rates could have larger, and potentially more non-linear, effects than might otherwise be expected. Concerns of this nature presumably lay behind the 'measured tightening' carried out by the US Federal Reserve beginning in June 2004. On the other hand, the Japanese reliance on quantitative easing, in addition to very low interest rates, highlights a further complication as monetary authorities begin to tighten. Economic agents will more generally be aware of the extent to which banks have reserves well in excess of normal requirements, and could become increasingly concerned about their inflationary potential. This implies a deli-

cate balancing act for the monetary authorities, in which tightening must be slow enough to avoid destabilising financial markets, but fast enough not to destabilise inflationary expectations.

Positive supply-side shocks

One implication of positive supply-side shocks is that they call into question whether monetary policy should continue (in such circumstances) to pursue the near-term target of a low positive inflation rate. As discussed above, a benign deflation arising from positive supply-side shocks has different implications for the economy than a deflation with its roots in demand-side deficiencies. Analogous to the conventional wisdom that the first-round effect of negative price shocks should not elicit a monetary response, the same could be said for positive supply shocks. Moreover, recognising in the context of ongoing globalisation that these negative price shocks could go on for years, the effect on measured inflation might extend over a longer period than just a year or so. In the limit, this might even suggest that the target level itself should be adjusted downwards.³⁷ Note, in this regard, the sharp contrast with the suggestion normally made by those who voice concerns about deflation. Presumably reflecting the assumption of a possible ugly deflation, their recommendation has more commonly been that the target level for inflation should be raised to lower the likelihood that deflation might emerge inadvertently.

Failure to adjust the target downwards (whether explicitly or implicitly) in the face of positive supply shocks would result in lower policy rates than would otherwise be the case. This would bring with it the risk of aggravating the concerns about the effects of low interest rates noted just above. Paradoxically, taking out insurance against a benign deflation might over an extended period increase the probability of the process eventually culminating in a bad or even an ugly one. This likelihood would increase with the length of the period affected by positive supply shocks, and also with the number of successive times that policy leaned asymmetrically against the aftermath of the bursting of a bubble.

³⁷ In fact, there was an ongoing debate prior to World War II as to how best to ensure that increases in the marginal productivity of labour led to higher real wages. One view was that nominal wages should rise, while prices stayed constant. Others, however, argued that wages should stay constant, while prices should fall at the same rate as productivity was growing. Cf. Selgin (1997).

Cumulative effects given the conventional framework

Perhaps the strongest argument made above for maintaining the currently conventional way of conducting monetary policy is that it has been remarkably effective in many countries in producing sustained real growth along with low inflation. In the United States, for example, the expansion which started at the beginning of the 1980s was interrupted only briefly at the beginning of the 1990s, and then still more briefly around the turn of the century. Given the successive financial shocks to which the global economy has been subjected, there can be little doubt that the adroit use of monetary policy contributed materially to this outcome. The commensurate growth in the credibility of central bankers has also helped materially in anchoring inflationary expectations. However, it should be noted that positive supply shocks also played a role in keeping down inflation. This helped to avoid the normal post-war pattern in which monetary policy had to lean against rising inflation, often with the result that a recession followed. Moreover, with prices subdued, monetary policy could be used to good effect to resist successive threats to growth arising from financial disturbances.

This success admitted, whether growth will prove sustainable remains an open question. One possibility is that the cumulative monetary stimulation seen to date will eventually culminate in overt inflation. Recent sharp increases in energy and commodity prices could provide a foretaste of such an outcome. With the short-run Phillips curve now seemingly flatter than before, reversing any shift upwards in inflationary expectations might be costly and necessitate a more significant tightening of monetary policy than is currently expected.

Another effect of this cumulative stimulation has been an upward trend in household debt ratios in the US and in many other countries, accompanied by a downward trend in national savings rates, both to new historical records most recently. In China, by contrast, domestic investment has been drifting up and now stands at a record high proportion of GDP. Moreover, in global asset markets, many risk premiums have also descended to record lows even as house prices have risen to record highs. Global current account imbalances are also at unprecedented levels, with those countries having the largest external deficits generally exhibiting the largest internal imbalances as well. Should any or all of these series revert to their historical means, the sustainability of future global growth would also be open to question, perhaps leading to a deflationary rather than an inflationary outcome. To combine the two possibilities, the worst-case scenario would be inflationary pressures, leading to a sharp tightening of policy, which in turn

could precipitate a process of mean reversion in a number of markets simultaneously.

A further problem arising from the conventional approach is that, as imbalances accumulate over time, the capacity of monetary policy to deal with them could also become progressively reduced. A combination of raising rates less in booms than they are lowered in successive busts could eventually drive policy rates close to zero. Once at the zero lower bound, the Japanese experience indicates that the power of monetary policy to stimulate the economy is much reduced. Should the economy then turn down, with inflation initially at a very low level, the possibility then arises that a more disruptive form of deflation might emerge. Were that to happen, it has been suggested that an even more 'unconventional' monetary policy stance than that applied in Japan would be called for, with all its associated uncertainties.³⁸ That this was the end point to which the conventional way of conducting policy almost led us would in itself seem a powerful argument for further refining the basic framework.

14.5 What might an adapted policy framework look like?

The greater emphasis put by central banks in recent decades on achieving price stability has already implied a significant lengthening of the policy horizon. Whereas policies of fine-tuning had previously focused on the immediate effects of monetary policy on output and employment, attention then shifted to the subsequent effects on inflation over the following one or two years. In view of the arguments presented in this paper, this fundamental shift in orientation to longer-term effects would not be called into question. Indeed, they lead to the conclusion that the policy horizon should be longer still, sufficient to see the full effects on prices of financial imbalances accumulated over many years.

Perhaps the greatest change required in a new framework would be to ensure that it rested firmly on 'minimaxing' rather than maximising principles. Recognising the costs of cumulating financial imbalances, constraints would have to be put on policies designed solely to deal with today's problems, given that they risked creating significantly larger problems in the future. Clearly it would not be easy to convince those affected by higher interest rates that tightening was required, not to resist inflation over the traditional horizon, but to avoid an undesirable disinflation over a still longer period. Given this likelihood, it would be all the more important to have an institutional

38 Cf. Bernanke (2002).

framework to encourage an appropriate policy response to the growth of perceived imbalances.³⁹

Ensuring such a response would require both the robust identification of serious imbalances and the provision of institutional incentives to encourage monetary policymakers to respond. Neither of these would be easily provided. As regards the first, research work currently underway on financial stability indicators needs to be extended. Moreover, it ought to be more widely appreciated that potential damage to the proper functioning of the financial system need not be the only source of concern. Over-extended corporate and household balance sheets can also be the source of significant headwinds, reducing economic growth to levels well below potential. Concerning the second, providing incentives to policymakers, they should publicly express their intention to respond to emerging financial imbalances, even if this occasionally leads to an undershooting of near-term inflation targets. Indeed, there could be merit in understandings which shifted the burden of proof, so that policymakers had to explain publicly why they chose not to respond to what others might see as a dangerous build-up of such imbalances. To gain both government and broad public support for such an altered approach, an educational effort would clearly be required to convince people of the merits of the arguments for change set out above.

Following on these arguments, an altered framework for conducting monetary policy would demonstrate more symmetry over the credit cycle. There would be greater resistance to upswings. This in turn would obviate the need for asymmetric easing in the subsequent downturn and the problems arising from holding policy rates at very low levels for sustained periods. One important effect of more symmetric policies is that they would also serve to prevent financial imbalances from cumulating over time. This would then free the authorities' hands to respond appropriately to the upward phase of any given credit cycle, since there would be less fear of precipitating a crisis. In this way, a virtuous rather than a vicious circle might be more firmly established.

39 Cf. White (2005a). This too has a pre-war flavour. Lucas (1977, p. 8), notes: "The effort to 'explain business cycles' had been directed at identifying institutional sources of instability, with the hope that, once understood, these sources could be removed or their influence mitigated by appropriate institutional changes [...]. The abandonment of the effort to explain business cycles accompanied a belief that policy could effect immediate, or very short-term, movement of the economy from an undesirable current state, however arrived at, to a better state."

Turning broad statements of principle into practice constitutes another challenge with many facets. It is easy to identify impediments to change, but not so easy to see how they might be removed. That said, there are a number of suggestions that have already been made as to how policymakers might move forward.⁴⁰ Whether such actions will be taken will depend very much on the depth of the conviction that there is a problem that needs fixing. One hopes that it will not require a disorderly unwinding of current excesses to prove convincingly that we have indeed been on a dangerous path.

40 For a more focused and detailed consideration of these very practical issues, cf. Borio (2003); White (2004b, 2005a).

References

- Andersen, P., and W. R. White (1996), *The Macroeconomic Effects of Financial Sector Reforms: An Overview of Industrial Countries*, OECD Proceedings: Macroeconomic Policies and Structural Reform, Paris: OECD, pp. 59–104.
- Bernanke, B. S. (2002), *Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here*, Remarks before the National Economists Club, Washington, DC, 21 November.
- BIS (1999), *69th Annual Report*, Basel: Bank for International Settlements.
- BIS (2003), *73rd Annual Report*, Basel: Bank for International Settlements.
- Blinder, A. (1988), The fall and rise of Keynesian economics, *Economic Record*, 64 (189), December, pp. 278–294.
- Blinder, A. (1999), *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Bordo, M. D., and B. Eichengreen (2000), Is the crisis problem growing more severe?, Paper presented at the Sveriges Riksbank conference on Asset Prices and Monetary Policy, Stockholm, June.
- Bordo, M. D., and A. Filardo (2005), Deflation in a historical perspective, Paper presented at the BIS conference on Understanding Low Inflation and Deflation, *BIS Working Papers*, 186, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V. (2003), Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?, *BIS Working Papers*, 128, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V., and A. Filardo (2004), Looking back at the international deflation record, *North American Journal of Economics and Finance*, 15, pp. 287–311. Also available in an expanded version as: Back to the future? Assessing the deflation record, *BIS Working Papers*, 152, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V., and A. Filardo (2006), Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation, *BIS Working Papers*, forthcoming, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V., C. Furfine and P. Lowe (2001), Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options, *BIS Working Papers*, 1, Basel: Bank for International Settlements, pp. 1–57.
- Borio, C. E. V., and W. White (2004), Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, *BIS Working Papers*, 147, Basel: Bank for International Settlements.
- Cochran, J. P., and F. R. Glahe (1999), *The Hayek-Keynes Debate: Lessons for Current Business Cycle Research*, Lewiston, NY: Edwin Mellen Press.
- Dhyne, E., L. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünne-
mann, F. Rumler and J. Vilmunen (2005), Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data, *ECB Working Paper Series*, 524, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Eichengreen, B., and K. Mitchener (2003), The Great Depression as a credit boom gone wrong, *BIS Working Papers*, 137, Basel: Bank for International Settlements.
- European Central Bank (2005), Asset price bubbles and monetary policy, *ECB Monthly Bulletin*, April, pp. 47–60.
- Friedman, M. (1968), The role of monetary policy, *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1–17.
- Galati, G., and W. R. Melick (2006), The evolving inflation process: an overview, *BIS Working Papers*, 196, Basel: Bank for International Settlements.

- Hayek, F. A. (1974), *A Discussion with Friedrich Hayek*, Washington, DC: American Enterprise Institute.
- Hayek, F. A. (1975), Full Employment at any Price, *IEA Occasional Paper*, 45, London: The Institute of Economic Affairs.
- Hicks, J. (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Clarendon Press.
- Issing, O. (2004), The ECB and the euro – the first five years, *IEA Occasional Paper*, 134, London: The Institute of Economic Affairs.
- Keynes, J. M. (1920), *The Economic Consequences of the Peace*, London: Macmillan.
- Laidler, D. (1999), *Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-War Literature on Money, the Cycle, and Unemployment*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Leijonhufvud, A. (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, New York: Oxford University Press.
- Lucas, R. E. (1977), Understanding business cycles, in: Stabilization of the domestic and international economy, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, pp. 7–29.
- Phelps, E. (1968), Money-wage dynamics and labor-market equilibrium, *Journal of Political Economy*, 76 (4/2), pp. 678–711.
- Romer, C., and D. Romer (2002), The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy, *NBER Working Paper Series*, 9274.
- Selgin, G. (1997), Less than zero: the case for a falling price in a growing economy, *IEA, Hobart Papers*, 132, London: The Institute of Economic Affairs.
- Summers, L. (1991), The scientific illusion in empirical macroeconomics, *Scandinavian Journal of Economics*, 93 (2), pp. 129–148.
- White, W. R. (2002), Changing views on how best to conduct monetary policy, Speech held at the Central Bank Governors' Club Meeting, Nafplio, Greece, BIS Speeches, 18 October, <http://www.bis.org/speeches/sp021018.htm>.
- White, W. R. (2004a), Are changes in financial structure extending safety nets?, *BIS Working Papers*, 145, Basel: Bank for International Settlements.
- White, W. R. (2004b), Making macroprudential concerns operational, in: *Proceedings of the Symposium on Financial Stability Policy – Challenges in the Asian Era*, Held by De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 25–26 October, pp. 47–62.
- White, W. R. (2005a), Procyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilization framework?, *Kiel Economic Policy Paper*, 2, September.
- White, W. R. (2005b), Changes in productivity and competitiveness: impact on the international allocation of capital and global imbalances, in: *International Symposium: Productivity, Competitiveness and Globalisation*, 4 November, Paris: Banque de France, pp. 215–229.

15 Monetary policy under flexible exchange rates: an assessment¹

MANFRED J. M. NEUMANN

15.1 Introduction

Since the advent of floating in the early 1970s, we have learned that there is no ideal exchange rate system. The system of fixed rates does not deliver what its name promises if the economic policies of the home country or of major trading partners lack steadiness and consequently require larger adjustments of the exchange rate parity at infrequent intervals. Moreover, if the policy aims of the key currency country differ too much from its own, the home country's monetary policy may easily come under strain for having to adjust to either too expansionary a monetary policy, as under the late Bretton Woods system (1944–1973), or too austere a policy course as in the European Monetary System (EMS) (1979–1998).

The collapse of the Bretton Woods system provided the central banks of industrialised countries with an additional degree of freedom by no longer having to target closely the nominal exchange rate vis-à-vis the US dollar. The extra degree of freedom a free float offers to the home country is the potency of controlling domestic money creation. This is the dominant characteristic that made and continues to make flexible exchange rates attractive to central bankers. However, along with this potency goes the burden of responsibility for securing domestic price stability. As a consequence, monetary policy needs to be anchored credibly under floating by some kind of targeting of either money growth or inflation.

The short-run volatility of real exchange rates is higher under floating, and monetary policy is a contributing factor. A long-standing issue in this respect is whether exchange rates react excessively to policy shocks, overshooting the long-run equilibrium. Besides the typical characteristic of short-run volatility, real exchange rates have also shown larger swings over the medium term, tempting governments and central banks to try to manipulate exchange rates by direct intervention in foreign exchange markets. The high times of intervention were the late 1970s and the 1980s, when not only European countries and Japan took recourse to intervention, but even the United States

1 I would like to thank Ulrich Kohli and the participants of a workshop in Gerzensee for useful comments on an earlier draft.

became active and negotiated a pact of cooperation, the Plaza-Louvre accords. A general conclusion from those experiences is that floating has proven to be a preferable exchange rate arrangement for large countries in which monetary policy is primarily focused on maintaining price level stability, rather than on steadying the business cycle. As regards the long-term prospects of international exchange rate systems, finally, floating is likely to remain the dominant arrangement among the major industrialised countries. Small currencies, belonging to regional clubs, will tend to merge with neighbouring currencies, while the resulting joint currencies will float. A worldwide system of fixed exchange rates à la Bretton Woods is unlikely to be repeated, because it would require hegemonic leadership. Neither the United States nor Europe, not to mention China, would be able to secure that position.

15.2 The promises of floating

From a macroeconomic point of view, the principal promise of floating is that monetary policy can be used autonomously to stabilise the path of the price level as well as the economy. From a microeconomic point of view, a principal disadvantage is a higher short-run exchange rate risk, hence higher transaction costs.

In his famous ‘Case for flexible exchange rates’, Milton Friedman argued that flexible rates work as shock absorbers.² A negative foreign demand shock, for example, will hit domestic output with reduced force due to the partial price adjustment generated by an induced fall of the domestic currency’s exchange rate. The flexibility of the exchange rate substitutes for missing short-run flexibility of the price level. The higher the degree of short-run price or wage stickiness in an economy, the more valuable the exchange rate flexibility. In the alternative case of a fixed rate, the negative output and employment effect of an adverse foreign demand shock is larger and stays longer, resulting from an insufficient price adjustment plus an enforced deflationary move of the central bank, induced by the obligation of pegging the exchange rate. It is not only that monetary policy is not available for stabilisation, but that it may become procyclical. With fixed exchange rates, the burden of macroeconomic stabilisation is thus to be carried by fiscal policy. Unfortunately, due to legal and political constraints, fiscal policy is not well suited to fulfil this function, because it is a rather slow working instrument. Consequently, with respect to business cycle stabilisation, all depends on the working of the automatic fiscal stabilisers and on the gradual adjustment of wages and the

2 Friedman (1953).

price level. If external shocks were large or occurred in runs, the readjustment of the economy back to equilibrium may become a rather long, drawn-out process. As Bennett McCallum notes, flexible rates, by contrast, provide monetary policy with the ability of responding in a stabilising fashion.³ This is of value with respect to all shocks except for money demand shocks, which are accommodated automatically when the exchange rate is fixed. Note, however, that the availability of monetary policy for the purpose of short-run stabilisation is an advantage *in principle* that may not be of high value *in practice* given the limits to an adequate, timely observation of the shocks at work.

The stabilising properties and policy options of flexible exchange rates are restated by Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, who analyse the optimal monetary policy response to productivity shocks within a micro-founded general equilibrium model of the open economy.⁴ One crucial characteristic is the degree of pass-through of exchange rate fluctuations into prices.⁵ The smaller it is, the less the economy is cushioned against external shocks and, consequently, the greater the potential for welfare gains from international policy cooperation. Note that the case for flexible exchange rates as shock absorbers becomes weaker if sector-specific shocks come into play. When firms producing the same type of goods – automobiles for example – are located in different countries and a shock moves the exchange rate, inefficiency arises because the exchange rate response changes the relative price between competing brands.⁶

The most important aspect of the autonomy of monetary policy provided by flexible exchange rates is the freedom to choose the expansion path for money, and hence ultimately for the price level and inflation. To most central bankers who aim at price stability, this is the decisive advantage of flexible over fixed rates. They take it for granted that price stability can be achieved if they enjoy a status of independence from government and faithfully do their job. Quite a few academic economists, however, are quick to give the price stability award to the regime of fixed rates, arguing that fixing the exchange rate “provides a credible nominal anchor for monetary policy”.⁷ Certainly, this is not a generally valid argument. A fixed rate forces the central bank to align its monetary expansion path to that of the key currency country and, in so doing, import that country’s inflation rate by and large. This means that

3 McCallum (1995).

4 Obstfeld and Rogoff (2000).

5 Corsetti and Pesenti (2001).

6 Tille (2002).

7 Frankel (1999).

domestic monetary policy is anchored by foreign monetary policy. However, such an arrangement will not guarantee price stability if the key currency country does not or cannot credibly commit to that objective. Put differently, if the key currency country is able to make a credible commitment, then any other country should essentially be able to do the same, although it may require changing domestic institutions and may take some time until credibility is achieved. There is thus no fundamental need to fix the exchange rate in order to anchor monetary policy credibly. Now, one might argue that a weak political constitution may hinder the authorities of a country in committing credibly to price stability, thereby making pegging to a stable key currency an attractive quick fix for the problem. Why should an exchange rate peg – that can be changed any day – be more credible?

The regime of floating is superior to exchange rate fixing, provided monetary policy is credibly anchored by the adoption of some variant of monetary or inflation targeting. An advantage of targeting money growth or inflation is that once the strategy is credibly established, it provides leeway for the short-run stabilisation of the business cycle. Nevertheless, depending on historical circumstances, it might be of advantage to a small country to anchor inflation expectations by pegging to a proven stable key currency instead of introducing a framework for inflation or money targeting of its own. A famous example was Austria's 'hard currency policy' of pegging the shilling to the German mark from 1980 to 1999 within an extremely small margin.

15.3 The switch to flexible rates in 1973

When many industrialised countries switched from fixing the exchange rate against the US dollar to floating in the early 1970s, this was not a voluntary decision derived from a comparative evaluation of alternative exchange rate systems. It was rather 'an act in self-defence' aimed at regaining the power of controlling the pace of money creation and, consequently, of the domestic price level.⁸

By early 1973 at the latest, European central bankers had come to the conclusion that the collapse of the fixed rates system of Bretton Woods could no longer be avoided. The system had been founded on the principle of gold convertibility for the dollar. By the mid-1960s, however, the total net liabilities of the United States vis-à-vis central banks had exceeded the value of its gold reserves, valued at the official price of 35 US dollars per ounce. The dollar became overvalued and needed to be devalued by an increase in the official

8 Emminger (1986).

gold price. Moreover, for various reasons – probably the most important one being the need to finance the Vietnam War – the fiscal and monetary stance of the United States became even more expansionary during the second half of the 1960s, accelerating the pace of international reserve creation by the US. As a result, speculative capital flows from the dollar into the currencies of Japan and Germany as well as other European currencies became virulent, creating intense pressure to appreciate vis-à-vis the dollar. Although, at the time, the US held “an extreme version” of its principle of “benign neglect”,⁹ it finally agreed that measures – such as the suspension of the dollar’s gold convertibility and the official devaluation of the dollar as part of the Smithsonian Agreement of December 1971 – had to be taken to avoid a long-lasting international crisis of confidence in the dollar. With hindsight, the main source of the dollar problem, i.e. the overly expansionary stance of US domestic policies, was not tackled. As a result, the final collapse of the Bretton Woods system could not be avoided. When this happened early in 1973 – the Swiss National Bank ceased intervention in support of the dollar as a temporary measure on 23 January, the Deutsche Bundesbank and other European central banks followed on 2 March – the switch to floating was accepted with mixed feelings by most central bankers. One of the few exceptions was Otmar Emminger who, in the late 1960s, had come to the conclusion that floating would eventually become unavoidable.

Floating had to be a managed one, of course; a clean float was good for textbooks. This became the accepted doctrine among central bankers. Which currencies floated the most? Table 15.1 provides information on the volatility of exchange rates for six major currencies of industrialised countries.¹⁰ Applying the methodology of Guillermo Calvo and Carmen Reinhart,¹¹ the unconditional probabilities that the monthly exchange rate changes exceed a given threshold are computed. The greater the probability of the monthly variation in the exchange rate (irrespective of its sign) exceeding 1 percent, the higher the degree of a currency’s floating.

Table 15.1 indicates that the four leading currencies – dollar, mark/euro, yen and sterling – floated independently, although not unmanaged; the computed probabilities are markedly below unity. Interestingly, no major change in the probabilities of larger exchange rate changes occurred between the

9 James (1996).

10 All data used in this study are taken from IMF (various years), with the exception of the data on central bank intervention, which were provided by the Federal Reserve and the Deutsche Bundesbank.

11 Calvo and Reinhart (2000).

Table 15.1
Exchange rate volatility

| | Vis-à-vis | | | |
|------------------|-----------|-----------|------------------|-----------|
| | US dollar | | German mark/euro | |
| | 1973–1983 | 1984–2004 | 1973–1983 | 1984–2004 |
| US dollar | | | 0.71 | 0.75 |
| German mark/euro | 0.71 | 0.75 | | |
| Yen | 0.66 | 0.68 | 0.69 | 0.73 |
| Sterling | 0.67 | 0.70 | 0.83 | 0.85 |
| Canadian dollar | 0.29 | 0.38 | 0.73 | 0.74 |
| Swiss franc | 0.71 | 0.75 | 0.51 | 0.30 |

Source: Footnote 10.

early period of high inflation (1973–1983) and the more recent period of low inflation (1984–2004). Table 15.1 also reveals that the Canadian dollar has mostly shadowed the US dollar; the probability of larger exchange rate changes vis-à-vis the dollar is less than half than vis-à-vis the mark/euro. Similarly and not unexpectedly, the Swiss franc appears to have floated with the mark/euro, all the more so since the mid-1980s.

15.4 Anchoring inflation expectations

15.4.1 *The nature of the problem*

In the absence of a binding exchange rate constraint, the monetary authorities are essentially free to choose any monetary expansion path, provided they are ready for the consequences with respect to inflation. Since private agents understand the problem that monetary policy lacks a nominal anchor under floating, excessive inflation expectations may build up if the authorities fail to provide credible guidance for expectations as regards their intentions and implementation procedures.

The need for a credible commitment of monetary policy to price stability is an issue beyond exchange rate management. Its essence is to anchor the inflation expectations of market participants at the preferred inflation level by credible policy behaviour. Monetary authorities that promise a monetary policy course aimed at maintaining price stability, but that take the liberty of deviating time and again from the announced path by letting money grow faster than is consistent with the official objective, cannot gain credibility. Rational market participants will monitor the policy implementation as

closely as possible in order to learn about the underlying true objective function and to exploit that knowledge in forming expectations about the future policy course. As a result, inflation expectations will not settle at the desired official level, but go beyond it, and this in turn will force rational authorities to validate the excessive expectations by a sufficiently high average level of money growth in order to avoid a recession being generated. The unfortunate equilibrium outcome of this rational policy game would be persistently higher inflation than desired.¹²

The principal solutions to this famous problem of time inconsistency are as follows:

1. Put the focus of monetary policy on the objective of maintaining price stability.
2. Do without an ambitious output or employment goal beyond the natural rate level.
3. Behave as announced.
4. Deviate only for the purpose of business stabilisation, preferably only in the rare cases where market participants would approve, i. e. in the case of a marked recession or a strong boom.
5. Be as transparent as possible with respect to aims, expectations and actions.

More specifically, where a long-standing policy record of persistently low inflation is missing, the adoption of an easy-to-monitor targeting rule may help to anchor inflation expectations and gain credibility. The essential condition is that the targeting rule be consistent with the authorities' true objective function.

15.4.2 Historical solutions

A look at selected historical examples of solving the nominal anchor problem after the advent of floating is instructive. In the mid-1970s, many central bankers understood that maintaining price stability required binding monetary policy by some rule. Apart from Milton Friedman's *k*-percent money rule, however, there was no easy-to-copy operational model available. Friedman's rule of constant money growth was politically too demanding, as it did not allow for any contingencies. Yet it served as an intellectual guide to the Bundesbank and the SNB.¹³ German and Swiss central bankers were convinced that curbing inflation required controlling money growth in an

¹² Barro and Gordon (1983).

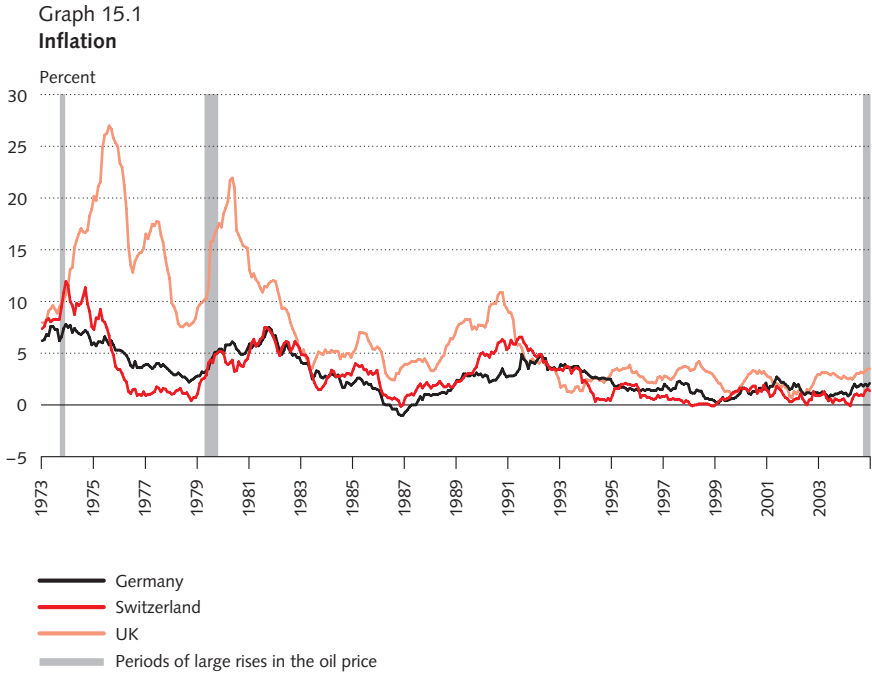
¹³ By mid-1970, the Bundesbank's Central Bank Council had already held a confidential debate on the desirability of Friedman's rule. Cf. Neumann (1999), p.300.

efficient and transparent fashion, and that this had become possible after the collapse of the tight exchange rate constraints of Bretton Woods. Consequently, both central banks settled for similar variants of public targeting of money growth and announced the first annual targets at the end of 1974. Unlike other central banks, such as the Bank of England, they were in a position to do so, because both banks had long enjoyed a status of independence from government. Nevertheless, both banks saw to it that their governments backed their approach to monetary targeting.

In the United Kingdom, by contrast, monetary policy was run by the government. All decisions were taken by the Treasury, while the Bank of England implemented them. Moreover, the monetary explanation of inflation was a minority view at the time. Predominant was the Keynesian notion that inflation was caused by cost-push factors, foremost by wage push.¹⁴ Consequently, during the second half of the 1970s, the British government relied predominantly on income policies, notably on wage-price controls, albeit without much success. Inflation rose steeply to about 20 percent in 1980, hence much higher than in the US. During the 1980s, several attempts were made to contain inflation with targets for public sector borrowing and money growth. However, these targets did not become yardsticks, let alone binding constraints, for actual policies; on the contrary, they were repeatedly downplayed. Hence, the financial markets did not pay much attention to them when forming inflation expectations. It took the shock of having to abandon the membership of the sterling in the European Exchange Rate Mechanism (ERM) in late 1992, after less than two years' participation, for the UK to fundamentally reform its monetary policymaking. The British government decided to solve the problem of a missing nominal anchor by adopting the approach of direct inflation targeting. Although the Bank of England remained a government-dependent institution until very recently, the approach has proven successful.

In comparison to Germany and Switzerland, the UK came almost two decades late in fixing the nominal anchor problem. The price it had to pay for that was a much higher and more volatile domestic inflation (cf. graph 15.1). British inflation averaged 9.9 percent over the 1973–1992 period, compared to 3.5 percent for Germany and 3.8 for Switzerland.

14 Nelson (2004); Nelson and Nikolov (2004). The UK establishment “seemed to believe that inflation was always and everywhere a real phenomenon”. Cf. King (2000).



Source: Footnote 10.

Monetary targeting at the Deutsche Bundesbank

When the Bundesbank announced a first annual target of 8 percent for the growth of the central bank money stock in late 1974, it declared that it intended to finance the growth of the economy in 1975 at a “declining rate of inflation” and that success would depend on whether its projection would be taken into consideration in wage and price decisions. The money target was intended “to act as a signpost”¹⁵ that would induce cost and price discipline.

From the beginning, the Bundesbank considered monetary targeting an experiment and, consequently, changed the details of the concept several times. For example, it started with a point target, then switched to an annual average target and settled finally with a target range for the average year-over-year growth rate in the fourth quarter of each year. As a rule, the target range was set at 3 percentage points, occasionally at 2 percentage points. Moreover, the target range was not considered absolutely binding; for example, serious overshooting happened in 1978 (by 3 percentage points) and 1992 (by 4

15 Schlesinger (1979).

percentage points). However, the Bundesbank was always careful to bring money growth back into the target range. It thus documented that it did not consider money targeting a game of empty numbers, but that it took it seriously. This added to its credibility.

Precisely because of its aim of providing guidance to inflation expectations, the Bundesbank explained to the public at the end of each year from which assumptions it derived the annual money target for the following year and used the quantity equation of money for that purpose. Over the first ten years of practice, each annual target was computed as the sum of the rate of 'unavoidable' price rises plus the expected growth of normal output and the expected change in capacity utilisation minus the expected change of velocity. The concept of an unavoidable price rise served to signal that the Bundesbank did not long for an overly ambitious low level of inflation for the short run; at the same time, this normative value was always set below the most recently observed actual inflation rate. This way, the intention was signalled to disinflate the economy gradually. When this had been achieved by the mid-1980s, the concept of unavoidable price rises was replaced by the medium-run inflation objective of 2 percent. This normative value was never changed thereafter and monetary targeting became medium-term oriented.

Summing up, the Bundesbank's approach to targeting money growth was intended to provide close guidance to inflation expectations from the start. This was achieved by explaining on an annual basis how the aim of maintaining price stability translated into an annual target for money growth; by giving hints as regards on what contingencies, such as larger exchange rate movements or unexpected changes of aggregate demand, the Bundesbank would steer money growth closer to the upper or the lower level of the target range; and, finally, by reviewing its success or failure as regards meeting the most recent annual target and providing reasoning on why that happened.

Monetary targeting at the Swiss National Bank

In parallel to the Bundesbank, the SNB announced its first money growth target of 6 percent for the M_1 money stock for 1975. During the first three years of targeting, the National Bank did not explain much about the derivation of the target value. Over time, the SNB became more open to the task of guiding inflation expectations by explaining in greater detail the derivation of its targets. However, it abstained from announcing target bands on the argument that a band would lead the public to expect that the SNB was able

to control money growth within a narrow margin.¹⁶ With hindsight, a decisive factor as regards being more transparent might have been the National Bank's unfortunate experience of 1978/1979, when monetary policy was subordinated to fighting a steep appreciation of the Swiss franc. In 1978, the SNB purchased dollars for more than 8 billion Swiss francs and sterilised no more than about 30 percent. As a result, the money target was overshoot by 11 percentage points. The dominance of exchange rate over monetary policy was officially underlined by an announced ceasing of monetary targeting for 1979 in favour of an exchange rate target vis-à-vis the German mark. This remained an episode, however.

The SNB resumed monetary targeting in 1980, replaced the target aggregate M_1 by the monetary base and, similar to the Bundesbank, experimented in various ways with its money targets during the following decades. There is no need to review the overall successful practice in detail here. Insightful historical accounts are provided by Georg Rich¹⁷ and Ernst Baltensperger (cf. chapter 11). Suffice it to say that the SNB switched from annual to medium-term targets of three to five years in the 1990s. The idea was to provide orientation as to which money growth trend rate appeared to be in line with the objective of keeping trend inflation at a level close to 1 percent and nevertheless securing the freedom for sufficient discretion in case of unexpected adverse movements of the exchange rate or the business cycle.

Summing up, the Swiss approach of providing a nominal anchor by means of monetary targeting has served its purpose quite well. This is all the more remarkable as the National Bank appears initially to have bothered somewhat less than the Bundesbank about precisely communicating, if not teaching, targets and the underlying assumptions to the public. The fact that the SNB has nevertheless been able to achieve an impressive stability record with respect to inflation over the past three decades can be taken as evidence that a willingness to take a firm monetary stance when necessary probably adds more to the credibility of a central bank than communicating everything in minute detail.

Inflation forecast targeting at the Bank of England

After the spectacular exit of the sterling from the ERM in the autumn of 1992, the British authorities decided that a framework for monetary policy was required; one that would serve as a nominal anchor and provide credibility

¹⁶ Schiltknecht (1983).

¹⁷ Rich (2003).

as regards the government's intention of keeping the objective of price stability the overriding objective. Following the example of other Anglo-Saxon countries, targeting was directed at the ultimate objective itself rather than money growth or some other intermediate variable. The essence of inflation targeting is as follows:

1. Choose a target range for the future rate of inflation.
2. Forecast inflation over the relevant period of monetary policy transmission.
3. Choose the current policy stance such that the forecasted rate of inflation does not stay outside the target range.

As a rule, inflation targeting is directed at a time horizon beyond one year; in the British case, two years. Technically speaking, solid forecasting of inflation is indispensable to successful policy making. Securing credibility, however, also involves convincing the public by means of extensive reporting that the current actions are appropriate to ensuring that future inflation will remain within the target range.

In contrast to practice in the euro area, the British inflation target, as well as the target range, is determined by the Treasury. The Bank of England is instrument-independent, rather than goal-independent. The mid-range target was initially set at 2.5 percent, applied to a retail price index. More recently, it was lowered to 2 percent based on a harmonised consumer price index. Also, there has been some experimenting with the target range. In the early 1990s, the range was set at 1–4 percent; then the range was abolished for several years, but in 2005, it was set at 1–3 percent.

Conclusion

The different monetary frameworks chosen by Germany, Switzerland and the United Kingdom to anchor inflation expectations under the conditions of floating have served their main purpose well. Trend inflation declined to the low normative levels desired and has been kept there in the three countries for more than a decade. From a short-run point of view, the details of targeting procedures make a difference, from a medium to long-term view they appear to matter a lot less once credibility has been secured. Like the Deutsche Bundesbank, the SNB had already enjoyed the reputation of taking the objective of price stability seriously before the 1973 switch to floating, and has been able to maintain that reputation by means of its strategy of targeting money, and more recently by paying more attention to a forecasted deviation of medium to long-run inflation from the inflation objective of 2 percent. For lack of a credible nominal anchor, the Bank of England had no such reputa-

tion when floating started, nor did it build one due to its government dependence. It had to wait until the British government was ready for it.

15.5 On the impact of monetary policy on exchange rates

Economists have developed various theories of how monetary policy is transmitted to the exchange rate, such as the purchasing power parity theory, the asset market theory, the portfolio balance theory or the full-blown Obstfeld macroeconomic model of a small open economy. Unfortunately, none of these theories lend themselves easily to a sufficiently precise empirical modelling that would allow reliable exchange rate forecasts and the corresponding impact of monetary policy to be derived. On the contrary, if the focus is put on policy-relevant time horizons of up to about nine months, no economic model is able to outperform the naïve random walk model, which implies that today's exchange rate is the best forecast for tomorrow. This disappointing early result by Richard Meese and Kenneth Rogoff has served as a challenge to develop small empirical models that are broadly in line with the theory of international macroeconomics, but without explicitly modelling all of its characteristics.¹⁸

A stylised fact of floating is that real exchange rates exhibit a markedly higher short-run volatility than under Bretton Woods, which is not just the reflection of a higher volatility of macroeconomic fundamentals, such as money supplies, gross domestic products or outstanding government debts. The question is whether this 'excess' volatility reflects an overshooting of the exchange rate in the short term over its long-run equilibrium. The notion of overshooting has become an established one since Rudiger Dornbusch proposed a compact theoretical model that combines the long-run assumption of purchasing power parity with the arbitrage theorem of uncovered interest parity, in other words the equivalence of the expected short-run change of the exchange rate with the short-term interest differential, home versus foreign rate.¹⁹ The model implies that an unpredicted move by the domestic central bank to a more restrictive stance of monetary policy, if expected to persist, would strongly appreciate the currency on the spot, and by more than is required in long-run equilibrium by purchasing power parity. As a result, the central bank would generate the expectation of a depreciation when it surprises the exchange market with a restrictive policy shock.

Dornbusch's theorem of overshooting requires that the adjustment of goods prices be hampered in the short run by some rigidity. This is a realistic

¹⁸ Meese and Rogoff (1983).

¹⁹ Dornbusch (1976).

assumption. As Jeffrey Frankel has shown with a more elaborate model, the phenomenon of overshooting implies a positive correlation between the real exchange rate and the real interest differential.²⁰ Using data from the 1970s for the dollar/mark rate, his estimates imply that overshooting is sizeable, amounting to approximately 20 percent of the long-run adjustment. Note, however, that the correlation between the real exchange rate and the real interest differential is not a strong one and varies quite significantly over time and currencies.²¹ This challenges the notion that overshooting is an important phenomenon.

Moreover, from the central banker's point of view, a temporary overshoot should be less of a problem if there were reason to assume that the total response of the exchange rate to a monetary policy shock were completed within a few weeks or at best months. Surprisingly, a series of empirical studies suggests that the response may stretch over years rather than months. For example, studying the post Bretton Woods period of 1973–1992 with a seven-variable structural vector autoregression (VAR) model, Martin Eichenbaum and Charles Evans find that the peak response to a US monetary policy shock shows up after two years in the dollar/mark rate and after almost three years in the dollar/sterling rate, while the total response takes five to six years.²² Similar results were reported in earlier studies.²³ By contrast, Richard Clarida and Jordi Gali find a less delayed exchange rate adjustment from a VAR model with three variables (relative inflation, relative output growth and the real exchange rate change).²⁴ Their estimates of the dollar/mark rate and the dollar/yen rate suggest that it takes three to four quarters until the nominal exchange rate peaks in response to a monetary policy shock, while the total response still stretches over three to four years. Similarly, Soyoung Kim and Nouriel Roubini find from estimates of a seven-variable VAR model that the peak response occurs after two to three quarters, while the total response runs up to four years.²⁵

On what grounds may it be plausible that the overshooting of the exchange rate does not show up as an immediate jump on impact, as the Dornbusch model implies, but takes time to rise to peak over several quarters? The latter outcome of empirical studies is difficult to accept, because by logical neces-

20 Frankel (1979).

21 Rogoff (2002).

22 Eichenbaum and Evans (1995).

23 Grilli and Roubini (1996).

24 Clarida and Gali (1994).

25 Kim and Roubini (2000).

sity, the overshoot of the exchange rate must be largest when the prices in the goods markets have not yet responded to a money or other shock, and this is possible in the shortest run only. Once the goods prices begin moving, the initial pressure on the exchange rate starts to decline. So far, nobody has come up with a convincing theoretical explanation of what the empirical literature reports.

Given that the empirical observations of long delays are extracted from the data by employing a specific methodology, it cannot be ruled out that they are artefacts. A crucial aspect of structural VAR models is the assumptions made as regards the recursive ordering of the empirical variables and the identification of the exogenous shocks, notably the monetary policy shocks. For example, in a study of six exchange rates over the sample period of 1974–1992, Kim and Roubini focus on a data vector which, in addition to four domestic variables (a short-term interest rate, a money stock, the consumer price index and industrial production), includes the world oil price, the Federal Reserve's federal funds rate and the dollar's exchange rate.²⁶ The authors assume a reaction function for money that precludes the central banks from responding to contemporaneous observations on production, prices and the federal funds rate. While an information delay of one month is the statistical norm with respect to production and prices, it is counterfactual to assume that central banks receive information about changes in the Federal Reserve's policy variable with any noticeable delay. As the authors themselves note, this assumption is unwarranted given the high speed of information dissemination about policy actions and financial sector events.

Generally speaking, it seems more appropriate to allow for some simultaneity in the estimation among the short-term interest rates, domestic and foreign, and the bilateral exchange rate. On the other hand, a loosening of the recursive ordering assumption comes at the cost of reduced identifiability. It is no longer possible to uniquely identify the innovations in the policy variable, hence the discretionary moves of monetary policy. Instead, one receives a range of empirical solutions that may then be searched by some method of inference. Jon Faust and John Rogers²⁷ have tried this, relying on an approach to inference developed by Faust.²⁸ They re-estimate the seven-variable VAR of Eichenbaum and Evans for the dollar/mark and the dollar/sterling exchange rates and allow for limited simultaneity among the financial variables.²⁹

26 Kim and Roubini (2000).

27 Faust and Rogers (2003).

28 Faust (1998).

29 Eichenbaum and Evans (1995).

Searching over the resulting wider range of admissible identifications, they find that, for both exchange rate variables, the Dornbusch hypothesis of an immediate jump-to-peak response cannot be rejected. This is an interesting, while certainly not strong, result given that the estimated admissible time horizons run up to three years.

Summing up, the empirical investigation of the contribution of monetary policy shocks to the short-run variability of nominal and real exchange rates has led to considerable differences in results, depending on the currencies and periods investigated. It seems that much less than half of the short-run volatility of exchange rates is attributable to monetary policies. In line with this, the overshooting of exchange rates does not appear to be a dominant phenomenon.

15.6 The temptation and burden of intervention

Although the breakdown of the Bretton Woods system was technically completed by discontinuing intervention in support of the dollar, this did not mean that the authorities of any major country were longing for a clean float. A number of countries of the European Community decided in 1973 to keep their bilateral exchange rates within narrow margins, but to float as a block against the dollar. The currency block became known as the 'mini snake' and formed the early nucleus of the EMS that started operations in 1979. As regards exchange rate relations vis-à-vis the dollar, the prevailing view was that floating would enable market forces to dissolve major misalignments and prevent the build-up of new ones. Infrequent intervention would nevertheless play a useful role as a convenient tool both in achieving 'orderly' market conditions, in other words less short-run fluctuation of exchange rates around medium-run trends, and in smoothing out 'excessive swings' of exchange rates over the medium term.

While it was generally acknowledged by central bankers, less so by politicians, that the more ambitious attempt at influencing long-run exchange market trends by non-sterilised intervention carried the danger of losing control over the money expansion trend, the temptation to try manipulating exchange rates vis-à-vis the dollar endured. Intervention thus remained on the agenda of the major central banks during the second half of the 1970s and cropped up time and again during the 1980s. Even the US authorities did not abstain completely, but contributed on several occasions to coordinated intervention, albeit mostly on a rather modest scale.

15.6.1 *Is intervention effective?*

Since the aim of intervening in foreign exchange markets is to achieve a predictable and lasting effect on the exchange rate, the effectiveness of intervention has been studied by many authors for major currencies, such as the German mark, the yen, the sterling or the Swiss franc. Key questions of the literature have been:

1. Does intervention have lasting effects even when it is sterilised by a domestic open market operation?
2. Are the effects to be attributed to an intervention-induced change in the relative international stock supply of bonds or rather to a signalling effect on the markets' expectations as regards future policy behaviour?
3. Does the size of the effect on the exchange rate depend on whether intervention is coordinated between central banks?

A cursory look at the collected evidence may be useful.

All forms of intervention change the central bank's stock of foreign assets, hence too the domestic stock supply of base money. This impacts on the exchange rate, the relative price of domestic versus foreign money. However, if the central bank immediately sterilises the purchase of foreign reserves by selling domestic bonds in equal amount in the open market, the stock of base money remains unchanged. In that case it requires a non-monetary channel to nevertheless achieve an impact on the exchange rate. Portfolio balance theory provides such a channel: given that the sterilised purchase of foreign currency raises the stock supply of domestic currency bonds as well as the stock demand for foreign currency bonds, the expected excess return on domestic currency assets will have to rise in order to establish a new portfolio equilibrium, and this comes about by a depreciation of the domestic currency. The portfolio balance effect of sterilised intervention on exchange rates has been studied extensively with data for different currencies, but the literature has been "summarily unsuccessful" in establishing a significant link between relative international bond supplies and a measure of exchange rate risk.³⁰

However, sterilised intervention may impact on the exchange rate via an information effect. The observation that a central bank intervenes might be taken by the forward-looking agents as a signal about the future course of monetary policy.³¹ Based on the innocuous assumption that central banks have inside information about their future policy course, they may use the actual intervention operations to signal that information to the market. The

³⁰ Lewis (1995).

³¹ Mussa (1981).

resulting adjustment of exchange rate expectations would immediately enforce a corresponding change in the exchange rate.

The signalling hypothesis has been tested in various studies, mostly with weekly, daily or even intraday data on intervention in the mark/dollar, yen/dollar or Swiss franc/dollar markets. Hali Edison provides an overview of the early literature.³² For example, Kathryn Dominguez reports that intervention conducted by the Federal Reserve during the time interval between the first monthly announcement about the level of the money stock and the revised final announcement helps to predict money supply surprises, albeit only for periods where the credibility of the Federal Reserve is high.³³ She and Jeffrey Frankel estimate a portfolio balance equation supplemented by a non-rational exchange rate expectations equation.³⁴ They find that intervention affects the exchange rate; more importantly, they appear to come up with evidence in support of the signalling hypothesis. Using survey data as expectations proxy, they show that information about intervention operations improves exchange rate predictions. However, they also find that official announcements that are not backed by intervention appear to have at least as strong an effect. Moreover, as Karen Lewis notes, the survey measures are non-rational; hence it remains an open question whether interventions actually serve as signals about future monetary policy.³⁵ Other studies of the signalling hypothesis have investigated whether the effect of intervention on the exchange rate lasts over time, which is the case if the time unit studied is hours or days, rather than months. For example, Richard Payne and Paolo Vitale study sterilised intraday intervention operations by the SNB and find that the exchange rate effect is persistent over a few hours.³⁶ Similarly, Rasmus Fatum and Michael Hutchinson observe for the Bank of Japan that intervention is effective over an interval of two to five days.³⁷ While interesting, these studies do not provide a test of a signalling of future policy changes by means of intervention. A more straightforward approach to testing the signalling hypothesis is to check whether intervention is followed by corresponding changes in monetary policy. For example, Michael Klein and Eric Rosengren study the Federal Reserve's discount rate policy and conclude that intervention operations did not precede changes in the discount rate.³⁸

32 Edison (1993).

33 Dominguez (1992).

34 Dominguez and Frankel (1993).

35 Lewis (1995).

36 Payne and Vitale (2002).

37 Fatum and Hutchinson (2006).

38 Klein and Rosengren (1991).

In sum, the evidence in support of the signalling hypothesis is inconclusive at best. Recall that the hypothesis had been invented in order to rationalise why sterilised intervention might be effective.³⁹ But what is so special about sterilised intervention in foreign exchange markets that makes such operations unique carriers of information about intended future changes of monetary policy? In principle, a sterilisation of loans to the banking sector by open market sales of domestic bonds should serve that purpose equally well.⁴⁰ More importantly, most central banks kept their intervention operations strictly confidential throughout the 1970s and 1980s, the SNB being an exception.⁴¹ Had those central banks intended signalling future monetary policy by intervening in the foreign exchange markets, they would have intervened openly. However, in the early 1980s, most central bankers believed that secrecy as regards the timing and the size of intervention operations was indispensable. The main arguments were:

1. Intervention would achieve larger and longer-lasting effects on the exchange rate if market participants got the impression that a desired move of the exchange rate had been brought about by market forces, rather than by central bank action.
2. Publishing the data with little lag could encourage the build-up of adverse expectations as regards the viability of the declared monetary policy course.

In conclusion, the signalling hypothesis is a misleading interpretation of reality. In fact, there is no need for it because, as a rule, intervention is neither immediately nor completely sterilised if abstracted from the sterilisation routine of the Federal Reserve. For most central banks, intervention starts non-sterilised. Some time elapses between intervention and consecutive sterilisation, from minutes to hours and days to months, and the realised degree of sterilisation neither equals 100 percent nor any other fixed percentage, but is likely to vary over time, depending on the specifics of the actual state of the policy path. True, several empirical studies of the 1980s concluded that central banks do indeed sterilise intervention to a high degree.⁴² However, for lack of intervention data, most studies were based on the observed monthly changes in the central banks' international reserves as a proxy for intervention.

39 Bordo and Schwartz (1991).

40 Obstfeld (1990).

41 For example, when receiving the Bundesbank's intervention data to investigate the Bundesbank's reaction function (Neumann, 1984), the author had to assure that he would not publish them. This has changed.

42 Edison (1993).

Unfortunately, international reserves are a bad proxy, because they change for several other reasons, too, such as interest accrual, commercial transactions for the government and valuation effects from marking to the market. Also, the monthly time unit is too long if intervention is carried during the first few days, while counter operations in the domestic market follow two weeks later. Thus the results of those studies cannot shed decisive light on the actual degree of simultaneous sterilisation.

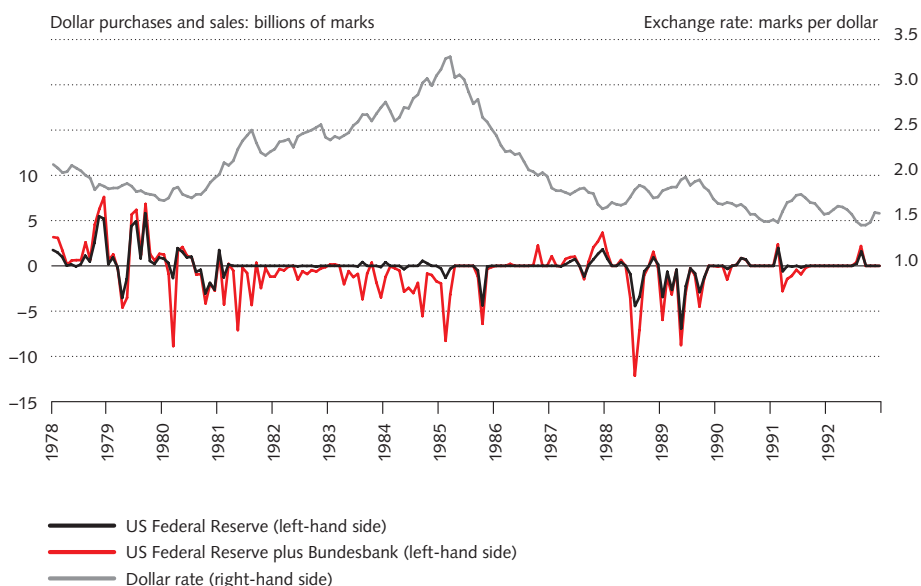
It seems fair to conclude that the accumulated evidence on the effectiveness of sterilised intervention as regards the impact on exchange rates is not conclusive. While it cannot flatly be denied that intervention impacts on the exchange rate, the effects appear to be very small and rather short-lived.

15.6.2 Two major episodes

Under a regime of floating, central bankers are tempted to cap larger exchange rate swings by intervention, notably real appreciation, if only to pacify domestic export industries. Two aspects are noteworthy here. First, since the exchange rate is the relative price of two currencies, to 'lean against the wind' of domestic appreciation is to lean against the wind of foreign depreciation. Consequently, the repeated attempt at manipulating the exchange rate by intervention, rather than by changing the speed of domestic money creation can hardly be conducted without the principal consent of foreign authorities if political tensions are to be avoided. This may explain the heated international debate about exchange rates, interest rates, public debt and inflation that took place during the first two decades of floating. Second, in order to be able to control domestic money creation, central banks must make provisions for a sufficiently large sterilisation capacity in their balance sheets, since the attempt to smooth the exchange rate might lead to intervention flows that are too large in comparison to the desired level of money growth. For that reason, the Bundesbank raised the share of its total domestic assets from 39 percent in 1970 to 56 percent by 1980; similarly, although on a lower scale, the SNB raised the share of its domestic assets from 4 percent in 1970 to 11 percent by 1980, and 30 percent in 2005 (cf. chapters 8.1.3 and 4.6.5).

The high times of relatively frequent and large intervention were the 1970s and 1980s. Since then, most industrialised countries have abstained from larger operations. Exceptions have been the Bank of Japan, struggling to avoid deflation, and the member central banks of the EMS in the run up to monetary union. The dominant markets for intervention in support of or against the dollar were the mark/dollar and yen/dollar markets. The focus here will

Graph 15.2
Interventions in the mark/dollar market



Source: Footnote 10.

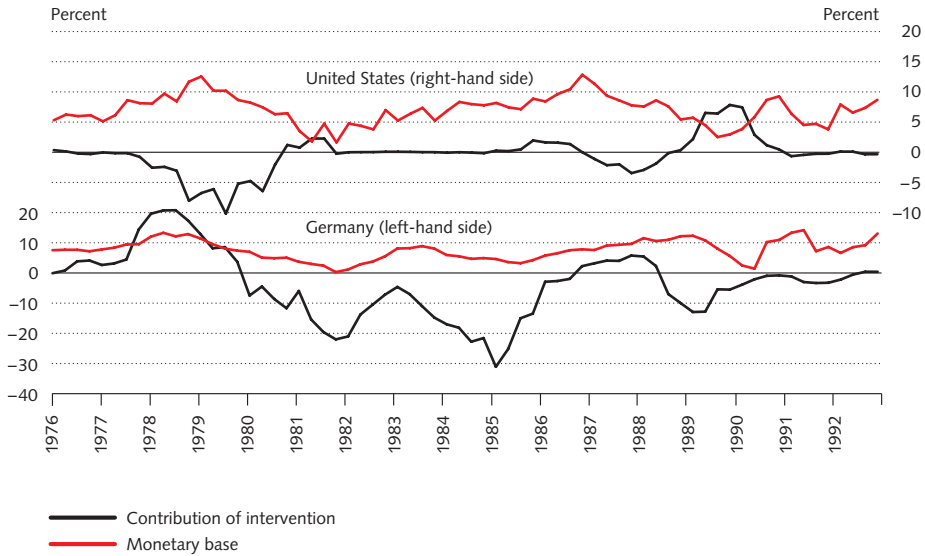
be on the mark/dollar market, using the intervention data provided by the Federal Reserve and the Bundesbank. Graph 15.2 shows the movement of the dollar from 1978 through 1992 and the concurrent intervention purchases or sales by the Bundesbank and the Federal Reserve/Treasury.⁴³ The dollar exhibits a huge swing, up from 1.72 German marks in early 1980 to 3.31 marks in March 1984 and down again to 1.45 in the autumn of 1992. Intervention took place quite frequently during those fifteen years, albeit on a modest scale for much of the time. There are two major episodes: 1977–1979 and 1985–1989.

15.6.3 The big US inflation: 1977–1979

After the oil-price-induced world recession of 1974/1975, the US government had not reduced its expansionary fiscal stance, but continued to run high budget deficits, accommodated by the Federal Reserve. The monetary base growth rose from 4 percent in 1975 to 12 percent in late 1978. In addition, the oil price more than doubled in 1979/1980. As a result, the US rate of

43 Note that similar to Japan, the authority as regards intervention lies with the US Treasury, while the Federal Reserve is responsible for the implementation.

Graph 15.3
 Contribution of intervention to monetary base growth



Source: Footnote 10.

inflation that had declined to 5 percent by the end of 1976 started to rise again steeply, to 6.8 percent one year later, to 9 percent two years later and, finally, to the peak of 14.6 percent in March 1980, the highest rate since World War II. This huge wave of inflation generated a dramatic loss of confidence in the dollar, starting in 1977. Within just a few quarters, the effective exchange rate of the dollar fell by 20 percent, and this was reflected by a similarly strong appreciation of the mark and the yen, while the Swiss franc was pushed up by more than 30 percent. All major central banks, including the Federal Reserve, reacted by intervening heavily in support of the dollar. Their joint interventions totalled 26 billion dollars in 1977 and 50 billion in 1978. Eventually, the US authorities backed the attempt at slowing the fall of the dollar by setting up a stabilisation programme in late 1978, and the Federal Reserve changed to a pronounced restrictive monetary policy course, driving up the federal funds rate from 10 percent at the turn of the year 1978/1979 to a peak of 17.6 percent in April 1980.

How strongly the Federal Reserve intervened can be seen in graph 15.3. The black line indicates the percentage contribution of total intervention to base money creation. Buying dollars contributes negatively to the Federal Reserve's base money growth. By mid-1979, this restrictive contribution amounted to 10 percent of the monetary base, but was swamped by an even

stronger expansion of the Federal Reserve's purchase of government bonds. Hence the monetary base grew at a rate of 10 to 12 percent. The Federal Reserve's monetary policy was thus not aligned to the US Treasury's exchange rate policy – as though the exchange rate had nothing to do with the evolution of the fundamental factor base money.

Note that the US authorities responded rather late to the demands for energetic stabilisation measures by European countries and Japan. In concertation with other central banks, the Bundesbank had already begun to drive up its scale of intervention in support of the dollar in late 1977. The contribution of German intervention to base money growth rose to 21 percent during 1978, exceeding base money growth by 8 percentage points (cf. graph 15.3). Although sterilisation was achieved on a larger scale, there is no doubt that the Bundesbank and other European central banks would have followed a much less expansionary course in the absence of the attempt to stem dollar devaluation. The large overshooting of the monetary targets for 1978 – Bundesbank by 3.5 percent, SNB by 11 percent – is evidence that monetary policy in Europe was subordinate to exchange rate policy. Eventually, in early 1979, the European central banks adopted a more restrictive stance. This came too late, however, with respect to the central banks' overriding objective of maintaining price stability. Another wave of inflation had been fuelled for too long by money expansion, driving inflation from a low of 0.4 percent in Switzerland and 2.2 percent in Germany in the autumn of 1978 to a peak of 7.5 percent two years later in both countries.

15.6.4 The Plaza-Louvre experience: 1985–1989

The lesson of the late 1970s was that the decline of the dollar could not be halted, even though the central banks of industrialised countries intervened on a massive scale. Thus when the dollar turned around towards steep appreciation in late 1980, a common scepticism among academics and to some extent among central bankers was that intervention is an ineffective tool in the sense that it cannot be used to change the market trend.⁴⁴ There were differences in attitude among policymakers, however. The US authorities blatantly adopted a position of benign neglect: if the Europeans felt that the dollar was becoming too strong and intervention could be used to fight its appreciation, it was up to them to take action. The German position, by contrast, was that the large non-accommodated budget deficits, created by the first Reagan administration, were the heart of the problem, driving up US

44 Dominguez and Frankel (1993).

interest rates and the dollar. According to this view, a fiscal correction would have been required in the US. Intervention against the dollar, meanwhile, was believed to achieve nothing in terms of undoing the dollar's overvaluation; at best it could mitigate the path of dollar appreciation. In fact, the frequent dollar sales by the Bundesbank during 1984, totalling 22 billion German marks, appeared to have no sizeable effect on the exchange rate.

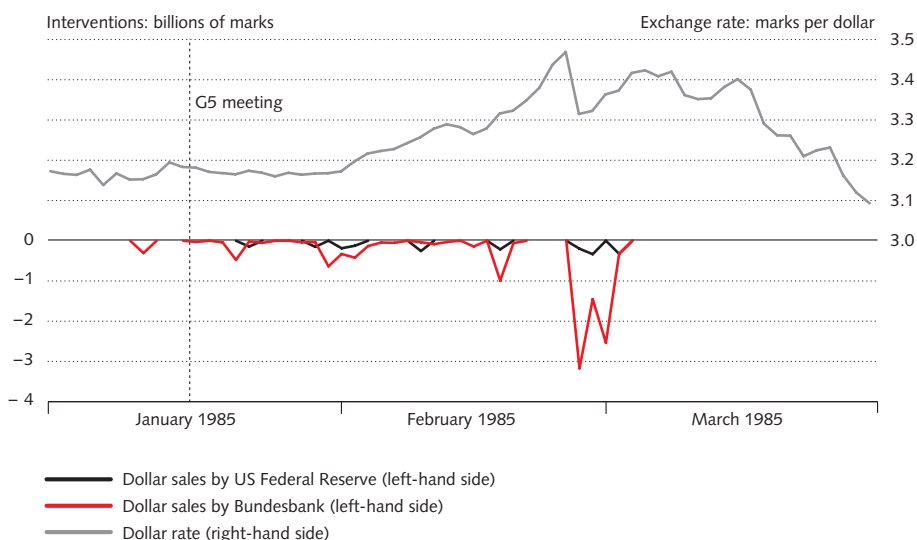
After several years of international political debate about the adequacy of the US macroeconomic policy course and the country's rising current account deficit, the US authorities changed position in late 1984 and decided to try international policy coordination, first and foremost intervention in exchange markets. At a meeting of the Group of Five (G5) in January 1985, it agreed "to undertake coordinated intervention in the markets as necessary".⁴⁵ The Bundesbank started to sell dollars, totalling 1.64 billion marks in January, with occasional symbolic support from the Federal Reserve. Initially, there was no visible response; the daily exchange rate moved narrowly between 3.16 and 3.18 marks per dollar (cf. graph 15.4). In February, the dollar began to rise again, climbing to 3.28 by mid-month and finally jumping in a few steps to the peak of 3.4690 on 26 February, the highest rate since 1971. The next day, the Bundesbank threw dollars worth 3.17 billion marks onto the market, the largest daily sale ever, and the Federal Reserve added 0.2 billion. The dollar fell immediately and sizeably by 0.155 marks to 3.32. Intervention continued for another three days, with the Bundesbank selling dollars equal to 1.44 billion per day and the Federal Reserve, 0.23 billion. Nevertheless, the dollar began to rise again, and after intervention ended on 4 March, the dollar jumped to 3.42 marks. This did not last, however. A few days later, the dollar began to fall steeply, arriving at 3.09 marks by the end of the month.

It required the famous G5 meeting of 22 September 1985 in New York's Plaza Hotel to achieve a serious commitment from the US as regards intervention on a larger scale.⁴⁶ At that time, the dollar was already down to 2.88 marks, hence by almost 20 percent. By then, however, the German commitment to intervention had begun to fade. The roles were thus reversed: the US and Japanese authorities sold dollars heavily for about a month, while the

45 Funabashi (1988).

46 In the conclusions of the meeting it was said: "The ministers of Finance and Central Bank Governors agreed that exchange rates should play a role in adjusting external imbalances. [...] They believe [...] that in view of the present and the prospective changes in fundamentals, some further orderly appreciation of the main non-dollar currencies against the dollar is desirable. They stand ready to cooperate more closely to encourage this when to do so would be helpful." Cf. Funabashi (1988), p. 263.

Graph 15.4
Intervention before Plaza Agreement

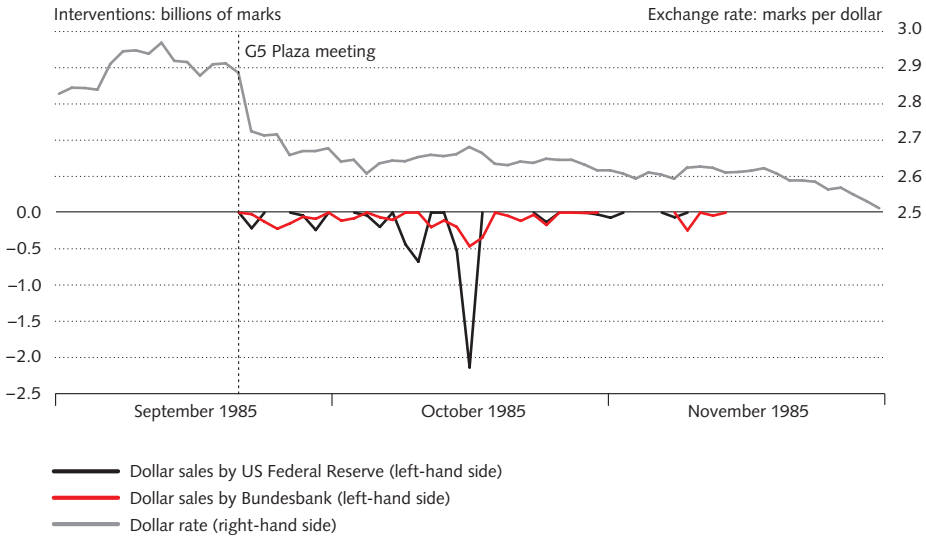


Source: Footnote 10.

Bundesbank operated on a very modest scale (cf. graph 15.5). Nevertheless, the mood among German and Japanese policymakers changed quickly, when the decline of the dollar continued through 1986. Concerns regarding competitiveness were raised, and it was argued that the dollar devaluation had become too large. Intervention was thus turned around, from selling to buying dollars (cf. graph 15.2). The dollar continued to slide, however, falling to 2.0 marks by year-end. This led the governments to make another attempt at negotiating macroeconomic cooperation among the G5. The result was the Louvre Accord of February 1987.

The Louvre Accord called for more balanced global growth, meaning again less fiscal expansion in the US, but more in Europe and Japan, as well as for a stabilisation of the exchange rates at the levels reached. A three-year interval of international exchange rate management began. To keep the dollar from sliding further, the Federal Reserve initiated a gradual tightening of its monetary stance and the central banks began buying dollars on a larger scale. Initially, the dollar moved sideways – until mid-1987 – but declined again by summer, reaching the historical low of 1.63 marks after the stock market crash of October 1987. In response to the crash, monetary policy was turned more expansionary everywhere, by means of lower interest rates until year-end. After the turn of the year 1987/1988, however, the Federal Reserve started

Graph 15.5
Intervention after Plaza Agreement



Source: Footnote 10.

driving up the federal funds rate from 6.6 to 8.8 percent a year later, with the aim of dampening the booming economy. The short-term interest differential in favour of the US rose from 3.6 to 4 percent. As a result, the dollar turned around to steep appreciation. In line with the Louvre Accord, the central banks followed suit, reverting interventions from buying to selling dollars. This was continued on a diminishing scale until early 1990. Thereafter, interest in coordinated intervention as a means of ‘managing’ the external value of the dollar waned in the US as well as in Europe, because the experience gained in the 1987–1989 period was not particularly encouraging.

Summing up, the Plaza-Louvre experience became famous among central bankers and academics as an attempt at achieving closer fiscal and monetary policy coordination between the US, Europe and Japan. With hindsight, coordination of intervention activity was the most important aspect, presumably because it is easier to agree to limited actions than to change the macroeconomic stance. On the whole, the governments’ repeated promises to adjust fiscal policies were only partially met. Monetary policies moved somewhat closer together in Europe, although less so across the Atlantic. Yet it should be noted that, unlike the dramatic experience of 1977–1979, the intervention operations conducted under the Plaza-Louvre regime did not seriously endanger the course of monetary policy in any country.

A different question is whether the secular decline of the dollar was actually engineered by these operations. According to Craig Hakkio, the G5 agreements had zero impact, given that the speed of the dollar's decline was about the same before and after the Plaza Agreement.⁴⁷ Note, however, that Hakkio neglects the fact mentioned above that the dollar rate had turned around to a steep decline in March 1985; hence, after the first G5 announcement of coordinated intervention and the start of large-scale operations.

15.7 On the long-run prospects of flexible exchange rates

Since the turn of the century, the number of currencies in the world has been reduced by the introduction of the euro, which replaced the German mark and eleven other European currencies that had been linked to the mark through the EMS since the late 1970s. Due to the recent enlargement of the European Union (EU), another thirteen European currencies that already peg more or less closely to the euro are likely to join over the course of the next two decades. Nor will this be the end of the story, given that another four countries are currently negotiating EU membership. At the same time, on the other side of the Atlantic, several Latin American countries appear to be considering the option of dollarisation; an attractive alternative to the traditional form of pegging to the US dollar. Thus it may be tempting to speculate about a long-run trend of currency mergers that could one day even lead to a unified worldwide regime, where the world is left with only a single currency. This grand vision has been put forward by Robert Mundell, presumably as an intellectual provocation.⁴⁸ He envisages a stable 'international dollar', managed by a G3 open market committee designated by the Board of Governors of the International Monetary Fund, that would generate a considerable increase in trade, productivity and financial integration, and would hence contribute to worldwide economic growth and the well-being of each country. Whether Mundell's 'ideal solution' to the exchange rate problem will ever become reality need not concern us from today's point of view. More relevant is the assessment of whether long-run trends may emerge that invite smaller countries to link their currencies more closely to each other as an initial step on the long road towards creating regional currency unions. It is useful to start by discussing the relations between the three largest currency areas, the G3.

From a political perspective, a major advantage of flexible exchange rates is that no government needs to tie its hands as regards the conduct of monetary

47 Hakkio (1992).

48 Mundell (2003).

and fiscal policies by explicit international agreement on rules of conduct for macroeconomic cooperation. In fact, if the problem of a reliable internal commitment to permanently low inflation is solved by a suitable institutional solution, such as money or inflation targeting, not much more can be gained from linking one currency to another. On the contrary, if productivity trends differ or change substantially, the economic repercussions, including wage and price level effects, could be buffered much more easily by the automatic exchange rate adjustment in markets than by a renegotiation of official exchange rate parities and agreed policy rules. While international policy cooperation can, in principle, lead to better macroeconomic outcomes for the countries involved, due to the consideration of international spillover effects,⁴⁹ the gains from such cooperation are likely to be small. If countries rely on rule-based monetary policy at home, as increasingly seems to be the case, and international asset markets become deeper and more refined, the difference between the outcomes of cooperative and Nash monetary rule setting will shrink and probably become negligible in comparison to the gains from a purely inward-looking policy. This has been demonstrated by Obstfeld and Rogoff in simulations of the new open economy macroeconomics model.⁵⁰

Given the large structural differences between the United States, Europe and Japan, it seems unlikely that these big countries will wish to consider closer policy coordination in the foreseeable future, not to mention an institutionalised solution.⁵¹ Certainly, another Bretton Woods is most unlikely to happen, given that none of the G3 countries would be accepted by the other two as the hegemonic country that is permitted to produce the key currency. While the United States is still the largest economy and the dollar remains the dominant transaction currency, Europe and Japan have learned the lesson that the key currency country might be tempted to finance its fiscal expansion by money creation and, in so doing, generate inflationary pressure in all currency areas that are linked by exchange rate parities or targets. This happened in a dramatic fashion in the late 1960s and early 1970s on a large and increasing scale, and brought about the demise of the Bretton Woods exchange rate system. Interestingly, contrary to the famous dictum that history never repeats itself, the United States runs a current account deficit of about 6 percent of the gross domestic product (GDP) and this is again largely financed

49 Persson and Tabellini (1995).

50 Obstfeld and Rogoff (2000).

51 Crockett (2003).

by central banks (2005). The recent strong rise in the dollar reserves held by Asian central banks that peg to the dollar appears dangerous. Nouriel Roubini and Brad Setser estimate that the Asian central banks contribute about 80 percent to the US deficit finance.⁵² Like the first one, this ‘Bretton Woods 2’ is in danger of collapse, because the Asian central banks, notably China’s, will not be able to suppress the inflationary consequences forever.

While it is unlikely that the G3 will try a fixed rate system again, it cannot be completely ruled out that another attempt at short-lived coordinated intervention will be taken up at some future date, should a larger exchange rate misalignment develop. Given the unencouraging Plaza-Louvre experience of 1985–1987, however, this is not very likely. In any case, the proposal to establish clearly defined target zones for the major exchange rates,⁵³ as once hotly debated among academics, is unlikely to become an attractive arrangement for central bankers or politicians. The proposal is far too demanding. From an economic perspective, the main issue is to differentiate reliably with real-time data between the justified moves of the long-run equilibrium exchange rates and clouding short-run volatility that one would like to avoid. Nor is it obvious that the creation of a target zone would not give rise to destabilising speculation. From the politicians’ point of view, the most important drawback of an institutionalised target zone is the requirement to commit to rules of diagnosis and burden sharing. The unsuccessful series of world economic summits that had been started in the mid-1970s can be taken as broad evidence that the governments of the largest industrialised countries will continue to shy away from having to accept a diagnosed distribution of necessary macroeconomic adjustment among partners and types of policies.

In sum, it seems that there is no case for an institutionalised move away from today’s independent floating of the large currencies – the dollar, euro or yen. This does not mean, of course, that the United States, the European Union or Japan can be expected to go for an independent float at all times. Occasional non-lasting attempts at intervention cannot be ruled out. However, they are likely to remain rare events, given that the degree of openness is relatively low for all three economies. While it is high for individual member countries of the European Union (30–50 percent), it has come down to 14 percent for the euro area as a whole, due to the adoption of the common currency. This matches the degree of openness of the United States (13 percent) quite closely, although not Japan’s (10 percent).

52 Roubini and Setser (2005).

53 Williamson and Miller (1987).

Today's largest currencies are likely to remain the largest for many years to come. It is to be acknowledged, however, that China's currency, the renminbi or yuan, has become more important in Southeast Asia since the mid-1990s and is likely to make considerable headway over the next ten to twenty years in catching up with the G3. While China's strength, as measured by GDP, is way behind that of Japan and even Germany, it is a fast-growing economy at a rate of about 10 percent. Moreover, China has developed over recent years into the largest export market for much of East and Southeast Asia, absorbing about 40 percent of the region's exports. Although China still relies on import and capital controls, it has taken up negotiations with the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) on a free trade zone to be started by 2010. China is thus well on its way to becoming a strong competitor to Japan as the dominant economic power in the Asian region. In the long run, this may invite the smaller Asian countries to switch the pegging of their currencies from the dollar to the renminbi, although this is only likely to happen when China's financial infrastructure and the economy at large are developed and liberalised enough to permit China to adopt a floating regime for its currency. How far away that is, is difficult to judge. At present, the renminbi is just a major Asian currency whose dollar value is still fully controlled by the authorities for fear of floating, notably at a level that secures a comfortable degree of undervaluation. Although China's central bank is accumulating foreign reserves on a large scale, its dollar reserves amounted to 40 percent of GDP in 2004, for the short to medium run at best, a one-time re-evaluation of the renminbi is conceivable.

As regards the likely evolution of exchange rate arrangements among the many other smaller countries, no clear signs of a definitive major change are yet visible, except that a tendency to form loose regional clubs is observable. The popular notion of a 'disappearing middle' maintains that an increasing number of countries replace the intermediate soft peg regime by a corner solution, a hard peg or a free independent float. However, given that these polar cases are rare,⁵⁴ the notion is only descriptive provided the alternative corner solutions are not sharply defined. For example, Stanley Fischer defines the group of floaters to include countries whose exchange rate system is officially labelled a managed float, and defines countries as hard pegs if they either run a currency board or share a currency with other countries.⁵⁵ Based on these definitions, he finds that the middle does indeed disappear for a

54 Calvo and Reinhart (2000).

55 Fischer (2001).

sample of 160 countries: the share of soft pegs has halved over the 1990s, falling from 62 to 34 percent. The share of floaters, in contrast, has doubled, up from 23 to 42 percent. The number of hard pegs has increased, too, albeit by much less. The evidence is thus in line with the notion of a disappearing middle. Note, however, that the conjecture becomes uninformative if the focus is put on the 22 largest developed market economies. True, nine of them that were qualified as soft pegs for a long time switched to the hard peg regime by joining the euro in 1999, while the rest of the group – nine managed floats and one hard peg (Hong Kong) – has not changed since the 1980s. Nevertheless, the European move from a national to a common currency does not simply reflect the economic reasoning underlying the ‘fear of floating’, but a more embracing political will to promote an increasingly rising economic and political integration over the medium to long run.

In contrast to European integration, regional clubs in other parts of the world – such as ASEAN (Brunei, Cambodia, Indonesia, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore, Thailand, Vietnam), Mercosur (Argentina, Brazil, Paraguay, Uruguay, Venezuela) or the Andean Community (Bolivia, Colombia, Ecuador, Peru) – have not settled on the long road from a customs to a currency union. In fact, the dominant political interest in those regional clubs is still focused on the creation of a common trade area by removing tariffs and other regional trade barriers, rather than on paving the way towards deep economic integration or macroeconomic coordination, let alone currency union. At present, no firm prediction can be made for any of the regional groups mentioned that the process adopted will eventually lead to a treaty-based currency union. At the same time, loose *de facto* currency unions exist in the broad sense that quite a number of small currencies are firmly pegged to the dollar and a few to the euro. Nevertheless, it seems that, over time, the globalisation process, the worldwide liberalisation of trade and capital flows, will gradually change the focus of most countries towards striving for deeper integration with neighbouring countries. This means, for the long run, that the number of currencies is likely to shrink, giving way to a small number of regional currency unions. Floating will then become the dominant exchange rate system, because floating provides the regional clubs with the freedom to keep differences with respect to political and economic preferences.

References

- Barro, R. J., and D. B. Gordon (1983), Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 101–121.
- Bordo, M. D., and A. J. Schwartz (1991), What has foreign exchange market intervention since the Plaza Agreement achieved?, *Open Economies Review*, 2 (1), pp. 39–64.
- Calvo, G. A., and C. M. Reinhart (2000), Fear of floating, *NBER Working Paper Series*, 7993.
- Clarida, R., and J. Gali (1994), Sources of real exchange rate fluctuations: how important are nominal shocks?, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 41, pp. 1–56.
- Corsetti, G., and P. Pesenti (2001), International dimensions of optimal monetary policy, *NBER Working Paper Series*, 8230.
- Crockett, A. (2003), Exchange rate regimes in theory and practice, in: P. Mizen (ed.), *Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets*, Cheltenham: Elgar, pp. 96–122.
- Dominguez, K. M. (1992), *Exchange Rate Efficiency and the Behavior of International Asset Markets*, New York: Garland.
- Dominguez, K. M., and J. A. Frankel (1993), Foreign exchange intervention: an empirical assessment, in: J. A. Frankel, *On Exchange Rates*, Cambridge, MA: MIT Press, pp. 327–346.
- Dornbusch, R. (1976), Expectations and exchange rate dynamics, *Journal of Political Economy*, 84 (6), pp. 1161–1176.
- Edison, H. J. (1993), The effectiveness of central-bank intervention: a survey of the Literature after 1982, *Special Papers in International Economics*, 18, Princeton: Princeton University Press.
- Eichenbaum, M., and C. Evans (1995), Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates, *Quarterly Journal of Economics*, 110 (4), pp. 975–1009.
- Emminger, O. (1986), *D-Mark, Dollar, Währungskrisen*, Stuttgart: Deutsche Verlagsanstalt.
- Fatum, R., and M. Hutchinson (2006), Effectiveness of official daily foreign exchange market intervention operations in Japan, *Journal of International Money and Finance*, 25 (2), pp. 199–219.
- Faust, J. (1998), The robustness of identified VAR conclusions about money, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 49, pp. 207–244.
- Faust, J., and J. H. Rogers (2003), Monetary policy's role in exchange rate behavior, *Journal of Monetary Economics*, 50 (7), pp. 1403–1424.
- Fischer, S. (2001), Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?, *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 3–24.
- Frankel, J. A. (1979), On the mark: a theory of floating exchange rates based on real interest differentials, *American Economic Review*, 69 (4), pp. 610–622.
- Frankel, J. A. (1999), No single currency regime is right for all countries or at all times, *Essays in International Finance*, 215, Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M. (1953), The case for flexible exchange rates, in: M. Friedman (ed.), *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 157–203.
- Funabashi, Y. (1988), *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Washington, DC: Institute of International Economics, 2nd edition, 1989.
- Grilli, V., and N. Roubini (1996), Liquidity models in open economies: theory and empirical evidence, Papers and Proceedings of the Tenth Annual Congress of the European Economic Association, Prague, *European Economic Review*, 40 (3–5), pp. 847–859.

- Hakkio, C. S. (1992), Exchange-rate management and monetary-policy mismanagement: a study of Germany, Japan, United Kingdom, and United States after Plaza: a comment, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 36, pp. 93–104.
- IMF (various years), *International Financial Statistics*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- James, H. (1996), *International Monetary Cooperation*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Kim, S., and N. Roubini (2000), Exchange rate anomalies in the industrial countries: a solution with a structural VAR approach, *Journal of Monetary Economics*, 45 (3), pp. 561–586.
- King, M. (2000), *Monetary policy: theory in practice*, Address to the American Economic Association and the American Finance Association (Boston), London: Bank of England.
- Klein, M. W., and E. Rosengren (1991), Foreign exchange intervention as a signal of monetary policy, *New England Economic Review*, May/June, pp. 39–50.
- Lewis, K. K. (1995), Puzzles in international financial markets, in: G. M. Grossman and K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, 3, Amsterdam: Elsevier, pp. 1913–1971.
- McCallum, B. T. (1996), *International Monetary Economics*, Oxford: Oxford University Press.
- Meese, R. A., and K. Rogoff (1983), Empirical exchange rate models of the seventies: do they fit out of sample?, *Journal of International Economics*, 14 (1–2), pp. 3–24.
- Mundell, R. (2003), *The International Monetary System and the Case for a World Currency*, Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management (WSPiZ) and TIGER Distinguished Lectures Series, 12, Warsaw.
- Mussa, M. (1981), The role of official intervention, *Group of Thirty Occasional Paper*, 6, New York: Group of Thirty.
- Nelson, E. (2004), The great inflation of the seventies: what really happened?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Papers*, 2004-001A.
- Nelson, E., and K. Nikolov (2004), Monetary policy and stagflation in the UK, *Journal of Money, Credit and Banking*, 36 (3), pp. 293–318.
- Neumann, M. J. M. (1984), Intervention in the mark/dollar market: the authorities' reaction function, *Journal of International Money and Finance*, 3 (2), pp. 223–240.
- Neumann, M. J. M. (1999), Monetary stability: threat and proven response, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty Years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 269–306.
- Obstfeld, M. (1990), The effectiveness of foreign-exchange intervention: recent experiences: 1985–1988, in: W. H. Branson, J. A. Frenkel and M. Goldstein (eds.), *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 197–237.
- Obstfeld, M., and K. Rogoff (2000), Do we really need a new international monetary compact?, *NBER Working Paper Series*, 7864.
- Payne, R., and P. Vitale (2003), A transaction level study of the effects of central bank intervention on exchange rates, *Journal of International Economics*, 61 (2), pp. 331–352.
- Persson, T., and G. Tabellini (1995), Double-edged incentives: institutions and policy coordination, in: G. Grossman and K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, 3, Amsterdam: Elsevier, pp. 1973–2030.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.

Rogoff, K. (2002), Dornbusch's overshooting model after twenty-five years, *IMF Staff Papers*, 49 (special issue), Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 1–34.

Roubini, N., and B. Setser (2005), Will the Bretton Woods 2 unravel soon? The risk of a hard landing in 2005–2006, Paper presented at the symposium 'Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?', Organised by the Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley.

Schiltknecht, K. (1983), Switzerland: the pursuit of monetary objectives, in: P. Meek (ed.), *Central Bank Views on Monetary Targeting*, New York: Federal Reserve Bank of New York, pp. 72–79.

Schlesinger, H. (1979), Recent experiences with monetary policy in the Federal Republic of Germany, in: K. Brunner and M. J. M. Neumann (eds.), *Inflation, Unemployment and Monetary Control*, Berlin: Duncker & Humblott, pp. 303–320.

Tille, C. (2002), *How Valuable is Exchange Rate Flexibility? Optimal Monetary Policy under Sectoral Shocks*, New York: Federal Reserve Bank of New York, mimeo.

Williamson, J., and M. H. Miller (1987), Targets and indicators: a blueprint for the international coordination of economic policy, *Policy Analyses in International Economics*, 22, Washington, DC: Institute for International Economics.

16 Foreign exchange reserves – what for?

PETER B. KENEN

16.1 Introduction

Central banks hold reserves to safeguard the stability of the domestic currency. Few would dispute this simple statement. Nevertheless, its meaning has changed over time, and there are disagreements about it even now.

Under the nineteenth-century gold standard, stability was defined as a fixed gold value for a country's currency, although that fixed gold value also implied a fixed value of the currency in terms of foreign currencies that were likewise tied to gold. Furthermore, the misbehaviour of the country's own government was seen as the primary threat to the stability of the currency, and a firm link to gold was seen as a safeguard against such misbehaviour. When a country's currency was tied to gold, its government could not readily engage in profligate spending financed by printing paper money.

This view survives today. There are those who would like to abolish central banks and replace them with currency boards. They would thereby limit the stock of high-powered money – the sum of hand-to-hand currency and commercial bank reserves – to an amount that cannot exceed the stock of foreign exchange reserves held by the currency board. Most of the rest of us, however, adhere to a different notion of stability.

In most of the main industrialised countries and many developing countries, too, central banks seek to maintain price stability at the highest sustainable level of output. Hence, threats to stability defined that way can arise domestically, on account of real or monetary shocks, and they can also arise externally, because of shifts in trade flows or international capital movements. The role of reserves has therefore changed. They are available for use in limiting exchange rate changes that would otherwise occur due to foreign and domestic shocks and would themselves impair price stability or the level of economic activity.

The same point can be made by comparing the old and current roles of interest rate changes. Under the gold standard, central banks, especially the Bank of England, altered short-term interest rates to stabilise the gold stock. They raised them to stem gold losses, which might otherwise impair confidence in the fixed gold prices of their countries' currencies. Today, by contrast, changes in short-term interest rates are the main instrument of monetary policy used

to maintain price stability, and intervention in the foreign exchange market is the main instrument used to stabilise or influence the exchange rate.¹

When seeking to measure the adequacy of international reserves under arrangements prevailing today, it is therefore necessary to answer three questions:

1. How large are the domestic and foreign shocks that would, by themselves, affect the exchange rate?
2. What are the real economic costs of using other policies to limit the impact of those shocks?
3. How high are the pecuniary costs of holding reserves in order to limit exchange rate changes?

The answers to these questions have changed appreciably during the last half-century due to changes in the economic environment, including the dismantling of capital controls, which has led to a very large increase in the volume and volatility of international capital flows. There is, however, also a fourth question: What are the economic and political costs of adjusting the stock of reserves?

Much of the analytical literature reviewed later in this paper assumes implicitly that central banks and governments can optimise their reserve holdings. Yet the size of the stock of reserves held by a country is the by-product of its exchange rate policy, past and present, and it may be impossible to alter deliberately the stock of reserves without also altering exchange rate policy. To raise reserves deliberately, a country may have to reduce temporarily the foreign currency value of its country's currency; to reduce reserves deliberately, it may have to raise the value of its currency. A reduction in the external value of a country's currency can threaten price stability by raising the domestic prices of traded goods. An increase in the value of a country's currency can reduce output and profitability in the domestic industries producing traded goods.

It is worth noting, however, that econometric work on the demand for reserves has shown that countries do indeed adjust their actual reserves in the

1 The two instruments, however, are not wholly independent. When intervention is sterilised, it will affect interest rates directly; when it is unsterilised, it will alter the money supply and thus affect interest rates indirectly. Conversely, a change in interest rates will affect the exchange rate. Although the two instruments can still be viewed as being assigned to the two policy targets, they cannot be adjusted without due regard for the interdependence of their effects. It should also be noted that some central banks have used intervention in the foreign exchange market in lieu of open market operations in the money market. That was once true in the case of Switzerland, and it is still true in the case of Singapore. I am grateful to Ulrich Kohli for drawing my attention to the Swiss case; on the Singaporean case, cf., for example, Khor, Robinson and Lee (2004).

right direction; they tend to raise their actual reserves whenever they are below the ‘equilibrium’ amounts, and reduce them whenever they are above the ‘equilibrium’ amounts. Furthermore, they make these changes faster than one might expect if they were severely constrained by the economic costs of raising or reducing their actual reserves.²

16.2 The role played by changes in the monetary system

There are no immutable answers to the questions posed above, valid for all countries and all times. It is especially important to take account of the very large changes in the form and functioning of the international monetary system since the Second World War. The history of the system can be divided usefully into three sub-periods.

The first period began with the end of the War itself and lasted until 1971, when the existing system started to unravel – described below as the Bretton Woods era. The second period began with final collapse of the post-war system in 1973, when the major industrialised countries moved to floating exchange rates, and it can therefore be called the floating rate era. Although that second segment has not ended, it was followed by a third, which began with the Mexican balance of payments crisis of 1995, and can be referred to as the emerging market era. The first two eras differed hugely from one another in terms of the importance attached to exchange rate stability. The third differed from the second with regard to the importance of the role played by capital flows to the developing countries, because the volatility of these flows was the proximate cause of the balance of payments crises that were the chief feature of the third period.

16.2.1 *The Bretton Woods era*

Under the Bretton Woods Agreement of 1944, creating the International Monetary Fund (IMF), members of the Fund were required to maintain pegged exchange rates. A government could not alter its exchange rate unless, in the judgement of the Fund, it faced a ‘fundamental disequilibrium’ in its balance of payments. There were exchange rate changes, but they were fairly rare, and only one developed country, Canada, had a floating exchange rate for part of the twenty-five year period before the collapse of the Bretton Woods system. Furthermore, many countries, including some major industrialised nations, maintained capital controls, most notably restrictions on capital exports by their countries’ residents. Trade-related shocks were therefore the

2 Cf. Lizondo and Mathieson (1987), table 6.

focal point of research on the optimality of reserves. Although capital flows were not negligible, especially when countries ran large current account deficits, they were seen as aggravating balance of payments problems that resulted mainly from current account shocks.

A second feature of the Bretton Woods system deserves attention. It was asymmetric. One member of the IMF, the United States, remained on a limited form of the old gold standard. Its citizens could not buy gold from the US Treasury, but foreign official institutions were still free to do so. Furthermore, the United States ran balance of payments deficits through most of the Bretton Woods era. Although it had current account surpluses in the 1950s and early 1960s, they were smaller than the sum of its foreign aid and its growing exports of long-term capital. There was therefore a gradual deterioration in its net reserve position. Its reserve liabilities grew steadily, as many foreign countries accumulated dollars, while its own gold holdings fell, as foreign countries used some of their newly acquired dollars to buy US gold.

Some economists saw quite soon that this payment pattern was unsustainable; eventually, US reserve liabilities would exceed the US gold stock, provoking a run on the rest of its gold stock.³ Yet it ended sooner than the pessimists expected when, in the late 1960s, the costs of the Vietnam War and the failure of the Johnson administration to confront the economic consequences of these costs led to a sharp deterioration in the US current account balance and a large capital outflow. On 15 August 1971, President Nixon closed the gold window and imposed an import surcharge in a contentious but successful effort to engineer a devaluation of the US dollar. That was not the chief result, however. It was instead the end of the Bretton Woods era.

There was no longer a fixed link between the two main reserve assets – gold and the US dollar. Furthermore, the devaluation of the dollar was too small to eliminate the US payments deficit and thus led to another attempt. Early in 1973, the US Treasury tried to engineer a second devaluation of the dollar, but succeeded instead in producing a rapid move to floating rates – a result that many economists applauded, but was not what the US Treasury had intended to achieve.

16.2.2 The floating rate era

For most of the rest of the 1970s, the currencies of the major industrialised countries floated fairly freely. There was a short-lived effort by some European countries to stabilise their currencies, so as to float jointly vis-à-vis the

3 Cf. Triffin (1960); also Kenen (1960).

dollar, but that regime could not survive the economic turmoil that followed the sharp increase in oil prices in late 1973. Many developing countries, however, continued to peg their exchange rates, although some of them had to devalue their currencies to offset high inflation rates. It was therefore widely expected that the major industrialised countries would no longer want to accumulate reserves and might even start to shed them, but that did not happen. A thorough quantitative study of developed countries' demand function for reserves found that the results obtained for the first decade of the floating rate era (1973–1979) did not differ from the ones obtained for the final decade of the Bretton Woods era (1964–1972).⁴

A further change in the monetary system occurred in 1979, with the founding of the European Monetary System (EMS). This regime resembled the Bretton Woods system in that the participants' national currencies were tied together tightly, although they continued to float together against the currencies of non-members, most notably the US dollar. The EMS was meant to be more symmetrical than the Bretton Woods system, in that the obligation to maintain pegged exchange rates was shared between the country having the weak currency and the country having the strong currency. Yet it was far less symmetrical in practice than in principle. Whereas the US dollar had been chronically weak in the 1960s, allowing other countries to accumulate reserves, the German mark was chronically strong in the 1980s. As its strength reflected the Deutsche Bundesbank's commitment to price stability, the other members of the EMS were obliged to mimic German monetary policy so as to defend their own countries' currencies. Nevertheless, the German mark did not displace the US dollar as the principal reserve currency, although it did acquire a limited reserve currency role within the EMS itself.

There were exchange rate realignments in the EMS, and there was a major exchange rate crisis in 1992, which forced Italy and the United Kingdom to drop out of the EMS. The regime survived, however, by widening the bands in which its members' currencies were allowed to fluctuate. In fact, the survival and subsequent stability of the EMS helped to facilitate the transition to the European Monetary Union that came into being in 1999 and may itself presage a further change in the international monetary system – the emergence of the euro as a reserve currency that may compete increasingly with the US dollar.

4 Cf. Lizondo and Mathieson (1987), table 4, updating work by Frenkel (1983); and table 5, updating work by Bilson and Frenkel (1979). Cf. also the early paper by Suss (1976); she had expected to find that the shift to floating rates had caused the expected fall in the demand for reserves, but could find no discernable fall in demand.

Lest we forget, the 1980s were turbulent times for the developing countries. The Mexican debt crisis of 1982 spread quickly to other Latin American countries, and was not resolved until the end of the 1980s, when the crisis-stricken countries reduced their debts to foreign banks by issuing the so-called Brady bonds to buy back their debts at deep discounts.

16.2.3 The emerging market era

The end of the debt crisis of the 1980s was quickly followed by a new surge in lending to emerging market countries, but it took a different form – with the issuance of foreign currency bonds by those countries' governments, rather than new lending by foreign commercial banks. There was, of course, bank lending, too, especially to local banks in Thailand and Korea. These banks' debts to foreign banks played a major role in the currency crises of the late 1990s, when the foreign banks ceased to roll over their loans. As in 1982, Mexico was again the first emerging market country to run into trouble.

Capital flows to Mexico started to grow rapidly in the early 1990s, accounting for roughly one-fifth of the total net capital flow to the developing countries. As the capital inflow continued, however, it was offset increasingly by the growth of Mexico's current account deficit, and the country's problems were compounded by political shocks: a rebellion in the southern province of Chiapas and the assassination of the leading party's presidential candidate. Hence, Mexico finally had to be bailed out in early 1995 by a 50 billion US dollar package from the US Treasury and the IMF.

Two years later, in mid-1997, Thailand succumbed to a currency crisis. The end of a real estate boom led to the collapse of a large financial institution and triggered the withdrawal of the short-term loans to local banks that had been made by foreign banks. The crisis then spread rapidly, first to Thailand's neighbours in Southeast Asia, most notably Indonesia, and then northward to Korea. Crises followed elsewhere in other major countries – Brazil, Russia, Turkey and Argentina – as foreign investors reassessed those countries' prospects and the sustainability of their external debts.

This story has a sequel of particular importance to the main subject of this paper. Deeply dissatisfied with their treatment by the IMF and the nature and large number of policy conditions it attached to its assistance, the East Asian countries started to build up very large reserves so as to self-insure themselves against any future need to seek IMF financing. At the end of 1996, before the Asian crisis, Indonesia's foreign exchange reserves totalled 17.8 billion US dollars; by the end of 2003, they had doubled to 34.7 billion. Over the same period, Korea built up its reserves from 33.2 billion US dollars to 155.3 billion,

a fivefold increase. By taking full advantage – perhaps too much advantage – of their ready access to new forms of financing, the East Asian countries had exposed themselves to the volatility of investor sentiment, and had thus acquired a precautionary motive for holding very large reserves.

Yet something else was happening in Asia. China was not caught up in the Asian crisis, but also built up its reserves. Its holdings quadrupled between 1996 and 2003, rising from 105.0 billion US dollars to 403.2 billion, and they doubled again in the next two years. Part of this huge increase may have been precautionary, but part was surely the by-product of an exchange rate policy aimed at transforming the Chinese economy by fostering export-led growth. The very success of such a policy may strongly constrain any future attempt to run down reserves widely deemed to be excessive. The large appreciation of the renminbi sought by the US Treasury was strongly resisted, ostensibly because China's firms and financial institutions had first to learn to live with flexible exchange rates. However, the Chinese authorities also seemed to be worried about the impact of a large appreciation on the profitability of China's export industries and thus their future contribution to the further transformation of the Chinese economy.

16.3 A brief history of research on optimal reserves

Interest in the optimal level of reserves goes back to the early 1960s, although much of the early literature was concerned primarily with the sufficiency of global reserves and the viability of the gold-dollar standard, not with individual countries' holdings.⁵ Research on the latter, moreover, has focused on a handful of explanatory variables and has not taken much account of a possibility raised above – that a country's reserve holdings may be the by-product of policy objectives not fully represented by the rather small set of economic variables used in estimating the demand for reserves.⁶ Furthermore, an attempt to estimate a cross-country demand function must assume implicitly that the cross-country average of actual reserves is not very different from the cross-country average of optimal reserves. This assumption is not wholly implausible; there is some evidence, already cited, that countries having actual reserves appreciably different from the estimated level of their optimal reserves do indeed reduce that difference.

5 Cf. citations in Heller (1966), p. 296.

6 Analogous issues arise in the theoretical and empirical literature on the specification and estimation of the demand for money. Cf. survey by Goldfeld and Sichel (1990).

16.3.1 *The demand for reserves in the Bretton Woods era*

The first two studies of this sort appeared in the mid-1960s, during the Bretton Woods era. The first one used actual reserve data to calculate the mean, variance and persistence of the balance of payments shocks that each country had experienced.⁷ It then used those estimates to explain the cross-country distribution of actual reserves and wound up by extracting from that distribution a measure of each country's optimal reserves. It paid too little attention, however, to cross-country differences in the pecuniary costs of holding reserves, and it also ignored the real economic costs of dealing with balance of payments deficits by tightening domestic policies, rather than financing them by drawing down reserves.

The other study did not use econometric methods, but built a simple theoretical model to derive a formula defining the optimal stock of reserves for a particular country.⁸ That stock was deemed to depend on the probability distribution of the country's future surpluses and deficits, given its previous history, the pecuniary cost of holding reserves, and the real economic cost of ending a balance of payments deficit by resorting to output-reducing policies. The optimal level of reserves was thus defined as one that would balance the pecuniary cost of holding that stock of reserves against the real economic cost of ending a balance of payments deficit abruptly, once a run of deficits had depleted that stock of reserves. The model, however, rested on rather strong assumptions about the distribution of surpluses and deficits.

Subsequent quantitative studies were technically far better and more informative. Focusing on the results rather than methodological matters, there were two studies that dealt with the Bretton Woods era, but looked at different country groups. The first study distinguished between developed and developing countries, and it found appreciable differences between their demand functions.⁹ The functions did not differ greatly in the weights they attached to economic openness, measured by the ratio of imports to gross domestic product (GDP),¹⁰ but the developing countries' demand for reserves was found

7 Kenen and Yudin (1965).

8 Heller (1966).

9 Frenkel (1974), table 3.

10 In this and other early studies, the ratio of imports to GDP was used as a proxy for the marginal propensity to import, and it was therefore expected that a high ratio would reduce a country's demand for reserves, because a high marginal propensity to import would allow it to reduce its imports at low cost in lost output. In most studies, however, the ratio took on a positive regression coefficient. Therefore, the ratio of imports to GDP is now commonly viewed as a proxy for economic openness, not for the real economic cost of ending a balance of payments deficit.

to be less sensitive to the variability of the balance of payments – a finding that may reflect the fact that many developing countries were not yet committed to current account convertibility and could therefore impose import restrictions to deal with balance of payments problems. The second study looked only at developing countries, but distinguished between those that maintained fixed exchange rates and those that had more flexible rates.¹¹ It found that the latter held smaller reserves, as one might expect, and adjusted more rapidly to shocks. It also found that those with fixed exchange rates had demand functions for reserves resembling those of the developed countries, which likewise maintained fixed exchange rates during the Bretton Woods era.

16.3.2 The demand for reserves in the floating rate era

The advent of floating exchange rates in 1973 led some economists to predict that the demand for reserves would fall. Yet one of the first papers on the floating rate era contradicted that prediction.¹² Pooling data for 22 countries – mostly developed countries – its authors estimated a demand function for all of those countries together, in which the demand for reserves depended on the variability of each country's own balance of payments and on the pecuniary cost of holding reserves (represented by the interest rates on their countries' long-term bonds). They also allowed the constant term of the demand function to vary across time and found that it was higher in the first five years of the floating rate era than in the final decade of the Bretton Woods era. They therefore concluded, without extensive explanation, that the shift to floating rates had actually raised the demand for reserves, rather than reducing it.¹³

Another study, however, contradicted that conclusion.¹⁴ It estimated a demand equation combining data for the last part of the Bretton Woods era with data for the first part of the floating rate era, then compared predicted with actual reserves. In 1975 and 1976, the last years covered by the study, the

11 Edwards (1983); although published long after the Bretton Woods era, it dealt only with the latter half of that era.

12 Frenkel and Jovanovic (1981).

13 Flood and Marion (2002) re-estimated variants of the Frenkel-Jovanovic model with an important modification; instead of allowing the constant term of the demand equation to differ across countries, they used country fixed effects and found that these account for much of the cross-country variance explained by their equations. This was most striking when they used a different way to measure the volatility of the balance of payments, based not on the variability of reserves, but rather on the variability of interest rate differentials.

14 Heller and Khan (1978).

actual reserves of the industrialised countries, taken together, were far lower than predicted. In other words, the study found that the shift to floating rates had indeed reduced the demand for reserves,

There are two ways to reconcile these results. One can criticise both studies for using a single demand function to explain the demand for reserves under pegged and floating rates (or, more precisely, in the case of the first study, allowing the change in regime to influence only the constant term of the demand function). Alternatively, one can conclude that it takes a long time for central banks and governments to adapt to a major regime change, especially when this change reduces the need for reserves. Recall a point made at the beginning of this paper, which will come up again: there may be economic and political constraints on the ability of a central bank or government to run down redundant reserves.

16.3.3 The demand for reserves in the emerging market era

How did the events of the 1990s – the sudden revival of capital flows to emerging market countries and the subsequent currency crises – affect the demand for reserves by that group of countries? Did they ‘bank’ some of their capital inflows by building up reserves? Did the subsequent crises raise their demand for reserves as they sought to self-insure themselves against future crises? Or are there other reasons for the remarkable growth of reserves held by East Asian countries?

Early studies of the demand for reserves paid some attention to what is now commonly called the precautionary motive. These studies used the size of a country’s money supply or the size of its liabilities to foreigners as proxies for that motive. The size of the money supply was meant to allow for the risk of a run on the currency by the country’s own residents; the size of the country’s liabilities to foreigners was meant to allow for the risk of a run by its foreign creditors. The addition of these variables, however, did not greatly improve the explanatory power of the demand equations, and it sometimes tended to reduce the explanatory power of the other variables used in those equations.

Some recent papers, however, have been more successful in dealing with these matters. They have focused primarily on the developing countries that have the strongest reasons to hold large reserves for precautionary purposes – those that have experienced large capital inflows and thus have reason to regard some or all of their reserves as being borrowed, rather than being owned outright, and those that have suffered currency crises when capital inflows have ceased abruptly or been followed by capital outflows. Some such studies

have looked closely at the behaviour of a single country.¹⁵ Others have made cross-country comparisons. In both sorts of studies, the demand for reserves has been made to depend on the usual variables – those featured in earlier studies – but made also to depend on the risk or cost of default resulting from a ‘sudden stop’ or outright reversal of a large capital inflow.

One such study by the staff of the IMF used data for 1980–1996, before the Asian crisis, and included two measures of capital account vulnerability: financial openness and the ratio of broad money to GDP. While these were positively correlated with the countries’ reserve holdings, they did not have very much explanatory power. The staff therefore used a conventional demand function, one that made no explicit allowance for capital account vulnerability, to predict the future reserve holdings of the East Asian countries. The study then found that those countries’ actual reserves grew far faster than their predicted reserves after 2001, following the Asian crisis, irrespective of the countries’ exchange rate regimes. It also found that four-fifths of the increase in reserves in 2001 and 2002 reflected the East Asian countries’ current account surpluses, with only one-fifth being due to net capital inflows.¹⁶

Other recent studies have likewise looked at the behaviour of East Asian reserves, including a study that sought to discriminate between two hypotheses: that the growth of those countries’ reserves was in the main for precautionary purposes, a safeguard against future crises, or, alternatively, that it reflected a mercantilist motive of the sort described above – the attempt to promote economic growth by promoting exports. The point made by the IMF, that four-fifths of the increase in Asian reserves in 2001–2002 was due arithmetically to the Asian countries’ current account surpluses, does not resolve that issue. A country can decide to accumulate reserves for precautionary reasons, but can still choose to do that by running a current account surplus. Yet those who have tried analytically to discriminate between the two explanations for the build-up of reserves have not found compelling reasons for favouring the mercantilist explanation.¹⁷

There is another promising way to ask whether the advent of high capital mobility and the associated risk of capital account crises have raised the demand for reserves by emerging market countries. It is to exploit the results of research aimed at measuring the probability that a particular country will

15 Cf. Ben-Bassat and Gottlieb (1992) on Israel; and Aizenman, Lee and Rhee (2004) on Korea.

16 IMF (2003), chapter II.

17 Cf. Aizenman and Marion (2003) and Aizenman and Lee (2005); but García and Soto (2004) have found that China’s reserves are far larger than required for precautionary purposes.

face a capital account crisis,¹⁸ as well as the actual costs of default and the costs of income-smoothing under costly tax collection.¹⁹ However, much more empirical work is needed before the explanatory power of these recent efforts can be assessed.

16.4 Small similarities and large anomalies

This paper does not aim to offer new econometric work on cross-country differences in the demand for reserves. It is worth pausing briefly, however, to note some striking differences, including differences among the major industrialised countries.

16.4.1 Four simple correlations

Table 16.1 contains four sets of correlations obtained from reserve data for 2003. They cover the 79 countries that held more than 1.5 billion US dollars of foreign exchange reserves, including 21 industrialised countries and 58 developing countries, which in turn are divided between middle-income countries and low-income countries.²⁰ They shed light on four questions:

1. Do high-income countries hold larger reserves? There is a positive correlation between reserves per capita and GDP per capita, yet it is rather weak, especially when one allows for the built-in positive correlation due to using population to define both variables. Furthermore, it is only half as high for the whole set of countries as for the two main subsets, and, somewhat surprisingly, less than half as high for the middle-income developing countries as for the low-income countries. (Note, however, that the middle-income countries include Hong Kong and Singapore, which hold reserves per capita far larger than any industrialised country, let alone any developing country.)
2. Does economic openness make for larger reserve holdings? There is a fairly strong correlation between reserves per capita and the ratio of imports to GDP, the most commonly used measure of economic openness. Once again, however, there is an odd exception to this regularity – the low but negative correlation for the industrialised countries. This result, however, reflects the influence of three anomalies: Belgium and the Netherlands have very open economies, but fairly small reserves, while Japan has the

18 On this body of research, cf., for example, Berg et al. (1999); Goldstein, Kaminsky and Reinhart (2000).

19 For recent examples, cf. Aizenman and Marion (2003, 2004), and the country studies cited in footnote 15 above.

20 The countries and data are listed in table 16.3.

Table 16.1
Reserve correlations, 2003

| Correlation | All countries | Industrialised countries | Developing countries | Middle income ¹ | Low income ¹ |
|---|---------------|--------------------------|----------------------|----------------------------|-------------------------|
| Reserves per capita with GDP per capita | 0.3845 | 0.7025 | 0.6896 | 0.2465 | 0.6337 |
| Reserves per capita with ratio of imports to GDP | 0.6538 | -0.2147 | 0.7791 | 0.6992 | 0.4179 |
| Ratio of reserves to imports with GDP per capita | -0.2653 | 0.5178 | -0.1866 | -0.1417 | -0.1246 |
| Ratio of reserves to banks' foreign liabilities with GDP per capita | -0.2402 | 0.2458 | -0.2159 | -0.2656 | -0.2708 |

1 Upper and lower halves of developing countries ranked by income per capita.

Source: Table 16.3.

smallest ratio of imports to GDP, but one of the highest levels of reserves per capita.

3. Does income per capita influence the ratio of reserves to imports? One would expect that to be true if it were also true that developing countries have large unexploited investment opportunities, as that would raise the opportunity cost of holding more reserves in order to buy protection against balance of payments crises. The developing countries, however, show no such relationship. The industrialised countries do display a positive correlation between the two variables, but it is not very high.
4. Is there any evidence that countries with large liabilities to foreigners hold more reserves than other countries, so as to insure themselves against the potential volatility of those liabilities? Unfortunately, there is no comprehensive data set on the foreign liabilities of the 71 countries under study here, and the proxy used in table 16.1, the foreign liabilities of a country's banks, is not appropriate for the low-income developing countries. However, there is no significant correlation whatsoever on the last line of the table, not for any country group.

The four sets of correlations in table 16.1 raise more questions than they answer. One might want to ask, for instance, if countries with different exchange rate regimes have different holdings of reserves relative to imports or GDP, but one would also have to ask for how long each country had adhered to a particular exchange rate regime. One might also want to look at the

countries' recent histories – which ones have suffered balance of payments crises – and at more comprehensive measures of these countries' external debts (including their debts to the IMF, which should perhaps be deducted from their gross reserves).

There is another way, however, to answer these same questions. That is to look at some characteristics of the countries that held very large reserves in 2003.

16.4.2 The Swiss case as a benchmark

Switzerland held 45.6 billion US dollars of foreign exchange reserves at the end of 2003, more than any other industrialised country apart from Japan, and there were only eight other countries that held larger quantities (China, Korea, Hong Kong, Singapore, India, Russia, Mexico and Brazil). The list grows longer, however, if it includes how many countries had larger reserves relative to population, GDP or imports, even when the list is limited to the developed countries and the middle-income developing countries having populations larger than two million persons. Table 16.2 lists three developed countries and fifteen other countries that had larger reserves than Switzerland in 2003 when measured with reference to population, GDP or imports.

Two developed countries (Denmark and Norway) and two other countries (Hong Kong and Singapore) had larger reserves than Switzerland relative to all three country characteristics. One more developed country (Japan) had larger reserves than Switzerland relative to GDP and imports, along with ten of the fifteen other countries.

Two of the four countries that had larger reserves than Switzerland relative to population, GDP and imports are rather special cases. Norway is a major oil exporter, and Hong Kong has a currency board that has to hold foreign currency reserves no smaller than its monetary liabilities. Denmark, meanwhile, does not differ hugely from Switzerland in terms of the three criteria used in table 16.2. Unlike Switzerland, however, it is not a major financial centre.

What about the other countries in the table? Japan was the world's largest reserve holder in 2003, before China overtook it. Korea and Malaysia built up their reserves rapidly after the Asian crisis. Kuwait and Russia are large oil exporters; Argentina and Turkey had large liabilities to the IMF, reducing their net reserves far below their gross reserves; and Israel has geopolitical reasons for holding large reserves. The rest of the countries have little in common, apart from the fact that Croatia, the Czech Republic, Slovakia, Hungary and Poland are members of the European Union.

Table 16.2
Countries with larger reserves than Switzerland, 2003¹

| Measure | Industrialised countries | Middle-income developing countries ² |
|------------------------------|-------------------------------|---|
| Reserves per capita | <i>Norway, Denmark</i> | <i>Hong Kong, Singapore</i> |
| Ratio of reserves to GDP | <i>Denmark, Norway, Japan</i> | <i>Singapore, Hong Kong, Malaysia, Slovakia, Czech Republic, Croatia, Korea, Israel, Chile, Russia, Kuwait, Poland, Hungary</i> |
| Ratio of reserves to imports | <i>Norway, Japan, Denmark</i> | <i>Argentina, Russia, Korea, Chile, Singapore, Israel, Kuwait, Croatia, Malaysia, Czech Republic, Turkey, Hong Kong</i> |

1 Italicised countries are those that appear in all three rows.

2 Out of eighteen middle-income countries with populations larger than two million persons.

Source: Table 16.3.

It should be noted that the countries listed in table 16.2 had a wide variety of exchange rate arrangements. Some, such as Switzerland, had full flexibility with infrequent intervention; others, such as Japan, Korea and Singapore, had flexibility, but were more prone to intervention, and some, such as Denmark, Hong Kong and Malaysia, had pegged or fixed exchange rates.

16.4.3 A closer look at the Swiss case

The Swiss case is noteworthy for two reasons: the Swiss National Bank's decision of to sell off half of its gold holdings, and the large size of the foreign assets of the SNB compared to its home currency liabilities.

In 1999, the National Bank concluded that half of its gold holdings were no longer needed for monetary purposes. Hence, it undertook a series of gold sales within the framework of the so-called Washington Agreement governing gold sales by the SNB, the European Central Bank, and thirteen other European central banks. Its gold sales totalled 1,300 tonnes at an average price of approximately 351 US dollars per troy ounce, and it realised about 21 billion Swiss francs. There was a long debate about the disposition of the proceeds,²¹ which were in the end removed from the SNB's own balance sheet and distributed in the same way as its ordinary profits (one-third of the proceeds were transferred to the Swiss Confederation, and two-thirds were shared

21 Cf. Hildebrand (2005).

out among the 26 Swiss cantons). Nevertheless, the SNB still holds a large amount of gold, along with a large stock of foreign currency reserves. These were the main items in its balance sheet at the end of 2005 (in billions of Swiss francs):²²

| | |
|---|------|
| External monetary assets (gold, foreign currency investments, reserve position in the IMF, and other) | 76.1 |
| Domestic monetary assets (claims from repo transactions and Swiss franc securities) | 31.9 |
| Other assets | 1.0 |
| Domestic monetary liabilities (banknotes in circulation and sight deposits of domestic banks) | 47.2 |
| Other liabilities | 4.1 |
| Capital, provisions and reserves | 57.7 |

Thus the total monetary assets of the SNB were more than twice as large as its domestic monetary liabilities, while its external monetary assets were not far from twice as large. In other words, the National Bank could readily convert itself into a full-fledged currency board without making any change to the composition of its present balance sheet.

This is not a recommendation. Far from it. Nevertheless, the analogy suggests that Swiss reserves are far larger than required to safeguard the stability of the Swiss franc. They are surely larger than required to sustain the public's confidence in the intrinsic quality of the currency, and they are likewise larger than required to deal with unwanted fluctuations in the country's exchange rate.

16.5 Reviewing the reasons for holding reserves

What does this survey say about the main reasons for holding reserves? They can be assessed under four main headings:²³

1. Stabilising the domestic purchasing power of the domestic currency.
2. Stabilising the external purchasing power of that currency.
3. Safeguarding the economy and financial system against large shifts in capital flows and other shocks.
4. Safeguarding the economy against long-term adversity.

What can be said about each one?

²² SNB, Monthly Statistical Bulletin (2006), February.

²³ This list is not exhaustive. A large stock of reserves, for example, safeguards the option of returning one day to a fixed exchange rate. It may also bolster confidence in the domestic financial system.

16.5.1 Stabilising the domestic value of the currency

This was, of course, the rationale for the old gold standard, and it remains the favoured rationale of those who would limit the discretion of the monetary authorities by making them obey the strict constraints imposed by a currency board regime. In most industrialised countries, however, and in a growing number of developing countries, the same objective is achieved by granting operational independence to the central bank, but making price stability its primary objective. It is not always told how to define price stability, but there is not a large difference between the behaviour of central banks that are formally charged to pursue a fixed numerical target and those that are left to decide for themselves how to define price stability. At one time, democratisation was viewed as a threat to monetary orthodoxy; today, parliamentary accountability is viewed as a safeguard against imprudent behaviour by the central bank. One wonders, moreover, whether the general public, even its well-informed members, know or care about the composition of the central bank's balance sheet. There may be a residual attachment to gold in some countries, but the Swiss experience casts doubt on its influence. When the National Bank concluded that it could reduce by half the size of its gold holdings, there was a long debate about the best use of the proceeds, but no strong opposition to the sale itself.

16.5.2 Stabilising the external value of the currency

There are two fundamental reasons for questioning the wisdom of fixing the exchange rate for a country's currency and thus holding large reserves to defend that rate.

The first is the so-called 'impossible trinity'. It warns that a country cannot pursue an independent monetary policy when it has an open capital market and a firmly fixed exchange rate. If, for example, the central bank buys government securities with the aim of lowering the domestic interest rate, it will induce a capital outflow and will have to draw down its reserves to finance that outflow. Otherwise, its currency will depreciate. In the limiting case of 'perfect' capital mobility, the central bank can do no more than change the composition of its balance sheet. It will raise its holdings of government securities, but reduce by the same amount its foreign exchange reserves.

The second is the problem of distinguishing clearly between a transitory shock to the current or capital account and a long-lasting shock – one to which a country must adjust eventually. There may be reasons for resisting the exchange rate effects of a transitory shock; otherwise, the economy will have to pay the real costs of moving domestic resources around – shifting them

temporarily between the production of traded goods and the production of non-traded goods. Even in the case of a permanent shock, there may be cause to limit the size of the exchange rate change in order to limit the pass-through to domestic prices. This was indeed Ronald McKinnon's reason for urging very small open economies to maintain fixed exchange rates, and he still holds that view.²⁴ Prolonged intervention, however, risks delaying the response to a long-lasting shock, and the adjustment, when it comes, may then be more costly.

16.5.3 The precautionary motive

Most countries have sought to hold reserves larger than those that they would need to offset transitory shocks. The lower the level of reserves, the greater the risk of a run on the remaining stock once reserves begin to fall. This was most certainly true in the Bretton Woods era, when governments maintained pegged exchange rates, and the habit did not die with the move to floating rates. It was reinforced, however, in the 1990s, by the frequency and cost of the currency crises that beset so many emerging market countries. The response of the East Asian countries, discussed above, was perhaps extreme, reflecting their belief that they had been mistreated by the IMF, but several other emerging market countries also built up their reserves, including some that did not suffer crises, such as India, Singapore and South Africa.

Holding huge reserves, however, is a second-best response to the risks that face those countries. It would be wiser to address the fundamental reasons for their vulnerability, most notably the weaknesses of their financial systems and of the institutions changed with prudential supervision. Holding reserves to buy protection against future crises can be very costly when it is deemed to diminish the need for dealing with the underlying causes of those crises. There is, to be sure, the need for protection against contagion, but that need can best be met by differentiation, by making one's country a safer place for domestic and foreign investors alike.

Mutual insurance may be helpful, and the East Asian countries have started to provide it by way of the so-called Chiang Mai Initiative. It does not yet amount to full-fledged reserve pooling, but the reforms approved in 2005 represent important steps in that direction.²⁵ The thirteen participating countries agreed in principle that drawings on their network of bilateral swap

²⁴ Cf. McKinnon (1963, 2005).

²⁵ On the Chiang Mai Initiative, cf. Henning (2002); on the 1995 agreement, cf. Joint Ministerial Statement (2005). The thirteen participants are the ten members of the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), plus China, Japan, and Korea.

agreements, under which they can acquire short-term reserve credit from their partners, should be liberalised in three ways. Firstly, by adopting a collective decision-making mechanism as a step towards full multilateralisation; secondly, by enlarging the swap lines themselves; and finally, by doubling the amount that a country can draw under its various swap lines without having an IMF programme in place.

In the longer run, the East Asian countries could move to outright reserve pooling, reducing the need for each of them to hold huge reserves for precautionary purposes. At that point, even earlier, they might also contemplate another option – using some of their reserves to create an Asian Investment Corporation, which would buy, hold and trade a wide range of financial assets and thus earn more than they can earn on conventional reserve assets.²⁶

16.5.4 Guarding against adversity

Highly developed countries with strong financial sectors need not fear the onset of capital account shocks like those that have faced so many emerging market countries in recent years. Yet even the wealthiest countries are not immune to adversity – to unforeseen calamities or the eventual depletion of the natural resources that are the principal source of their export earnings. There is therefore another dimension to the precautionary motive, namely the need to hold a large stock of external assets to offset the effects of economic adversity.

Some of the oil-producing countries have done just that. Norway has sought to insure against the depletion of its oil and gas reserves, not only by acquiring the large reserves held by its central bank, but also by amassing a huge fund financed from the government's own share of Norway's revenues from oil and gas exports. The fund holds foreign assets, including equities, and its assets exceeded 180 billion US dollars in mid-2005. It is meant to deal with two possibilities – a large fall in the price of oil, and the eventual depletion of Norway's oil and gas fields, in which case the return on the invested capital will be used for the benefit of future generations. The fund is managed by the central bank, but segregated from the bank's own assets. (In Singapore, by contrast, some of the central bank's reserves are managed by the Government Investment Corporation, which also manages the government's own funds, including the huge Central Provident Fund. The Government Investment Corporation holds a very wide range of assets, including investments in venture capital and private equity funds.)

Other oil-exporting countries, especially the small Gulf States, have

²⁶ For more on this option, cf. Genberg et al. (2005).

followed a different strategy, but with the same objective as the Norwegian government. Instead of investing in financial assets, they aim at diversification; they seek to become regional financial centres, much like Singapore, and to attract tourism with flamboyant projects.

Switzerland and other industrialised countries do not confront the problems faced by the oil-producing countries, but they may also face grave risks, including the risks of a virulent pandemic, a nuclear accident, and severe climate changes caused by global warming.

Two questions arise at this juncture: How should funds held for this broad precautionary purpose be invested? How should the funds be managed – by the central bank or by a special-purpose entity? Several central banks, including the SNB and European Central Bank, have lengthened the list of assets in which they invest their reserves. They hold long-term bonds, including corporate bonds, and some of them hold equities.²⁷ When the assets are held by central banks, however, and are commingled with the banks' other reserve asset holdings, they may not be invested aggressively enough to furnish insurance against major calamities. Furthermore, most central banks cannot reinvest all of their net income; they must turn much of it over to their countries' governments.²⁸ It may therefore be better to transfer the reserves that are not needed for more ordinary purposes to a special-purpose entity.

No such decision should be taken unless the central bank has itself concluded that its reserve holdings are larger than required to fulfil its obligations, much as the SNB decided that it could safely dispense with half of its gold holdings. Furthermore, the new entity created to hold the 'excess' assets must have a well-defined mandate. What constitutes a true calamity, and how should the entity use its assets to cope with the economic effects? The decision cannot be left to the managers of the assets or to the discretion of the government. It may therefore be best to create two decision-making bodies – one to manage the assets themselves and another to decide when and how to use them or, at least, to make a recommendation subject to parliamentary approval.

When the National Bank decided to sell half its gold holdings, it opposed a proposal that the proceeds be vested in a special-purpose entity. It did so because "the resulting pressure to generate as high a profit distribution as

27 Financial Times (2005), 19–20 March, p. 3; (2005), 27 April, p. 2. The Swiss National Bank began to hold equities in 2005.

28 The SNB is allowed by law to retain a portion of its earnings for it to build up its reserves at a rate roughly equal to the growth rate of the national economy; this has enabled it to build up its foreign exchange reserves; this helps to explain why its reserves have grown during the last decade, when it has not intervened in the foreign exchange market with the aim of influencing the exchange rate.

possible could hinder it in its task of pursuing an independent monetary policy”.²⁹ It may have had reason to fear such pressure, but the pressure would perhaps be lessened if the decision at issue were not concerned with the conduct of gold sales, but rather with the one-off transfer of assets that the central bank itself had decided to relinquish. When the actual use of those assets was needed, however, and had to be converted into the country’s own currency, it would surely be necessary to consult the central bank regarding the timing and speed of the conversion.

There is, of course, an alternative to this strategy. A country with excess reserves could run them down deliberately, much as Switzerland ran down its gold holdings. The Swiss gold sales, however, took place within the framework of a multilateral agreement.³⁰ It would be hard to forge a comparable agreement regarding large outright sales of a reserve currency; it would no doubt require the explicit acquiescence of the country issuing the currency involved. In the absence of an agreement of this sort, uncertainty about the size and duration of the sales might lead to expectations of continuing sales, cause the country’s currency to appreciate against the currencies that were being sold, and might then generate objections from key export and import-competing industries adversely affected by the appreciation of the domestic currency.

In the case of developing countries, reserves deemed to be excessive should be spent, not set aside. They could and should be used for infrastructural investment, especially for projects with substantial import content. A proposal of this sort was made by India’s Planning Commission, was modified thereafter, but was not fully implemented.³¹ Although the developing countries face the possibility of major calamities, more acutely perhaps than most developed countries, they can less readily afford to hold very large reserves, let alone invest excess reserves in the manner just proposed.

16.6 Conclusion

There is no simple answer to the question posed by the title of this paper. The large analytical literature on the demand for reserves is not especially helpful, because it assumes implicitly that what the ‘typical’ country actually

29 SNB, 97th Annual Report (2004), p. 73.

30 The decision by the National Bank to sell half its gold holdings was taken before this agreement was reached, and the large size of its share in the total gold sales authorised by the agreement reflected that prior decision. The agreement thus had the effect of assuring the market that other major central banks would not embark on unrestrained gold sales in the wake of the Swiss sales; it did not truly limit the size of the Swiss gold sales.

31 *Financial Times* (2004), 16–17 October, p. 2; and the author’s correspondence with Montek Singh Ahluwalia, Head of the Planning Commission.

holds is what it really needs to hold. The amount it needs to hold, moreover, should presumably depend on the country's exchange rate regime, yet some of the countries that rarely intervene to stabilise their exchange rates hold far larger reserves than some other countries that intervene more frequently and on a larger scale. Compound interest also plays a role. Countries with large reserves will earn even more reserves unless they sell off the interest income on their reserve assets. History goes a long way to explaining the cross-country variation in reserve holdings, as does development strategy. It is equally obvious, however, that a fair number of countries hold more reserves than they will need and should perhaps invest them more aggressively, some in real assets to promote development, others in less liquid sorts of financial assets, with the aim of maximising their long-term value to guard against contingencies they can now anticipate or against calamities they cannot now foresee.

Table 16.3
Foreign exchange reserves and related data for all countries, 2003

| Country | Reserves in billions of US dollars | Reserves per capita (thousands of US dollars) | GDP per capita (thousands of US dollars) | Reserves as percentage of imports | Reserves as percentage of GDP | Reserves as percentage of banks' foreign liabilities | Imports as percentage of GDP |
|--------------------------|------------------------------------|--|--|-----------------------------------|-------------------------------|--|------------------------------|
| Industrialised countries | | | | | | | |
| Australia | 29.97 | 1.52 | 25.93 | 33.66 | 5.86 | 18.59 | 17.40 |
| Austria ¹ | 7.14 | 0.88 | 31.15 | 8.10 | 2.82 | 10.15 | 34.85 |
| Belgium ¹ | 7.65 | 0.74 | 29.20 | 3.27 | 2.54 | 3.24 | 77.74 |
| Canada | 31.54 | 1.00 | 27.51 | 13.22 | 3.64 | 27.20 | 27.53 |
| Denmark | 36.00 | 6.72 | 39.60 | 64.16 | 16.96 | 32.62 | 26.44 |
| Finland ¹ | 9.54 | 1.83 | 31.07 | 22.99 | 5.90 | 37.78 | 25.64 |
| France ¹ | 23.12 | 0.38 | 29.27 | 6.25 | 1.31 | 4.23 | 21.01 |
| Germany ¹ | 41.10 | 0.50 | 29.14 | 6.84 | 1.71 | 5.71 | 24.98 |
| Greece ¹ | 3.84 | 0.35 | 15.73 | 8.66 | 2.23 | 13.86 | 25.70 |
| Ireland ¹ | 3.43 | 0.86 | 38.49 | 6.43 | 2.25 | 1.01 | 34.95 |
| Italy ¹ | 26.05 | 0.45 | 25.57 | 8.78 | 1.77 | 12.93 | 20.22 |
| Japan | 652.79 | 5.11 | 33.64 | 170.76 | 15.20 | 119.43 | 8.90 |
| Netherlands ¹ | 7.18 | 0.44 | 31.75 | 3.09 | 1.40 | 2.19 | 45.35 |
| New Zealand | 4.24 | 1.09 | 20.62 | 22.88 | 5.29 | 10.14 | 23.14 |
| Norway | 35.89 | 7.92 | 48.70 | 193.87 | 16.27 | 51.67 | 17.88 |
| Portugal ¹ | 5.25 | 0.52 | 14.64 | 12.86 | 3.56 | 6.22 | 27.71 |
| Spain ¹ | 17.51 | 0.43 | 20.42 | 8.43 | 2.09 | 7.56 | 24.78 |
| Sweden | 18.01 | 2.03 | 33.96 | 21.83 | 5.97 | 7.77 | 27.37 |
| Switzerland | 45.56 | 6.35 | 44.88 | 49.57 | 14.16 | 8.33 | 28.56 |
| United Kingdom | 35.15 | 0.59 | 30.34 | 9.23 | 1.96 | 1.10 | 21.17 |
| United States | 39.72 | 0.14 | 37.42 | 3.05 | 0.36 | 4.88 | 11.84 |

1 Reserves exclude those held by the European Central Bank; banks' foreign liabilities exclude those to euro area residents.

| Country | Reserves in billions of US dollars | Reserves per capita (thousands of US dollars) | GDP per capita (thousands of US dollars) | Reserves as percentage of imports | Reserves as percentage of GDP | Reserves as percentage of banks' foreign liabilities | Imports as percentage of GDP |
|----------------------|------------------------------------|--|--|-----------------------------------|-------------------------------|--|------------------------------|
| Developing countries | | | | | | | |
| Algeria | 32.94 | 1.04 | 2.08 | 270.96 | 49.76 | 6,171.44 | 18.36 |
| Argentina | 13.14 | 0.34 | 3.38 | 95.02 | 10.13 | 139.41 | 10.67 |
| Bahrain | 1.67 | 2.32 | 13.34 | 32.70 | 17.42 | 85.84 | 53.26 |
| Bangladesh | 2.57 | 0.02 | 0.35 | 27.05 | 4.98 | 588.85 | 18.41 |
| Bosnia & Herzegovina | 1.79 | 0.43 | 1.69 | 37.77 | 25.52 | 113.91 | 67.57 |
| Botswana | 5.25 | 2.93 | 4.14 | 319.40 | 70.72 | 5,535.16 | 22.14 |
| Brazil | 49.11 | 0.28 | 2.83 | 96.85 | 9.71 | 160.58 | 10.03 |
| Bulgaria | 6.17 | 0.78 | 2.52 | 56.91 | 30.97 | 645.08 | 54.41 |
| Chile | 15.21 | 0.96 | 4.64 | 78.48 | 20.73 | 314.20 | 26.42 |
| China | 403.25 | 0.31 | 1.08 | 97.62 | 28.55 | 757.68 | 29.25 |
| Colombia | 10.19 | 0.23 | 1.81 | 73.33 | 12.74 | 1,497.22 | 17.37 |
| Costa Rica | 1.81 | 0.43 | 4.19 | 23.58 | 10.33 | 200.44 | 43.82 |
| Croatia | 8.19 | 1.85 | 6.50 | 57.64 | 28.44 | 100.37 | 49.34 |
| Cyprus | 3.15 | 3.94 | 16.46 | 70.74 | 23.96 | 30.54 | 33.87 |
| Czech Republic | 26.29 | 2.57 | 8.83 | 51.48 | 29.08 | 260.49 | 56.48 |
| Egypt | 13.40 | 0.19 | 0.97 | 123.75 | 19.29 | 377.13 | 15.59 |
| El Salvador | 1.91 | 0.29 | 2.29 | 43.51 | 12.76 | 121.16 | 29.33 |
| Guatemala | 2.82 | 0.23 | 2.01 | 43.54 | 11.40 | 385.85 | 26.19 |
| Hong Kong | 118.36 | 16.79 | 22.22 | 51.04 | 75.55 | 44.33 | 148.02 |
| Hungary | 12.02 | 1.22 | 8.38 | 25.28 | 14.51 | 241.03 | 57.42 |
| India | 97.62 | 0.09 | 0.56 | 137.26 | 16.40 | N/A | 11.95 |
| Indonesia | 34.74 | 0.16 | 0.95 | 82.24 | 16.68 | 934.87 | 20.28 |
| Israel | 25.78 | 4.01 | 17.14 | 71.05 | 23.39 | 118.27 | 32.92 |
| Ivory Coast | 2.23 | 0.13 | 0.84 | 67.14 | 15.87 | 1,059.13 | 23.64 |
| Jordan | 5.19 | 0.95 | 1.82 | 90.43 | 52.18 | 118.60 | 57.71 |
| Kazakhstan | 4.24 | 0.27 | 1.94 | 50.36 | 14.11 | 107.15 | 28.02 |
| Kuwait | 6.64 | 2.64 | 16.57 | 60.44 | 15.91 | 101.67 | 26.32 |
| Lithuania | 3.37 | 0.98 | 5.34 | 35.06 | 18.37 | 185.60 | 52.40 |
| Malaysia | 43.47 | 1.78 | 4.25 | 53.04 | 41.90 | 464.00 | 79.00 |
| Mauritius | 1.52 | 1.24 | 4.63 | 64.26 | 26.87 | 674.06 | 41.82 |
| Mexico | 57.74 | 0.56 | 6.17 | 33.87 | 9.04 | 53.78 | 26.69 |

| Country | Reserves in billions of US dollars | Reserves per capita (thousands of US dollars) | GDP per capita (thousands of US dollars) | Reserves as percentage of imports | Reserves as percentage of GDP | Reserves as percentage of banks' foreign liabilities | Imports as percentage of GDP |
|-------------------|------------------------------------|--|--|-----------------------------------|-------------------------------|--|------------------------------|
| Morocco | 13.63 | 0.45 | 1.43 | 103.94 | 31.18 | 3,311.01 | 30.00 |
| Nigeria | 7.13 | 0.06 | 0.45 | 65.68 | 12.81 | 4,615.53 | 19.50 |
| Oman | 3.47 | 1.22 | 7.61 | 52.75 | 15.98 | 294.77 | 30.29 |
| Pakistan | 10.69 | 0.07 | 0.54 | 82.03 | 12.81 | 2,238.57 | 15.61 |
| Peru | 9.78 | 0.36 | 2.23 | 118.58 | 16.14 | 1,071.02 | 13.61 |
| Philippines | 13.52 | 0.17 | 0.99 | 34.23 | 17.05 | 178.38 | 49.80 |
| Poland | 31.73 | 0.82 | 5.43 | 46.54 | 15.14 | 251.02 | 32.54 |
| Qatar | 2.76 | 4.52 | 33.49 | 56.32 | 13.50 | 262.46 | 23.98 |
| Romania | 8.04 | 0.36 | 2.57 | 33.49 | 14.02 | 363.13 | 41.87 |
| Russia | 73.17 | 0.51 | 3.00 | 89.61 | 17.01 | 315.96 | 18.98 |
| Saudi Arabia | 17.66 | 0.73 | 8.79 | 47.78 | 8.30 | 165.12 | 17.36 |
| Singapore | 94.97 | 22.35 | 21.49 | 74.26 | 103.98 | 158.71 | 140.01 |
| Slovak Republic | 11.68 | 2.16 | 6.05 | 49.41 | 35.75 | 371.78 | 72.34 |
| Slovenia | 8.34 | 4.21 | 14.01 | 60.23 | 30.07 | 181.94 | 49.93 |
| South Africa | 6.16 | 0.14 | 3.67 | 15.16 | 3.73 | 61.14 | 24.58 |
| South Korea | 154.51 | 3.24 | 12.75 | 86.40 | 25.41 | 353.65 | 29.41 |
| Sri Lanka | 2.19 | 0.12 | 0.96 | 32.89 | 12.03 | 254.06 | 36.57 |
| Tanzania | 2.02 | 0.05 | 0.28 | 139.60 | 19.64 | 31,265.56 | 14.07 |
| Thailand | 40.97 | 0.65 | 2.28 | 54.16 | 28.66 | 482.12 | 52.91 |
| Trinidad & Tobago | 2.26 | 1.74 | 8.27 | 57.99 | 20.99 | 234.42 | 36.20 |
| Tunisia | 2.91 | 0.30 | 2.54 | 26.73 | 11.65 | 171.33 | 43.59 |
| Turkey | 33.79 | 0.47 | 3.36 | 51.48 | 14.10 | 247.71 | 27.38 |
| Ukraine | 6.71 | 0.14 | 1.02 | 29.14 | 13.58 | 390.35 | 46.61 |
| Uruguay | 2.08 | 0.61 | 3.27 | 94.91 | 18.58 | 94.79 | 19.57 |
| Venezuela | 15.55 | 0.60 | 2.68 | 168.40 | 22.55 | 16,526.65 | 13.39 |
| Vietnam | 6.22 | 0.08 | 0.49 | 388.12 | 15.73 | 908.50 | 4.05 |
| Yemen | 4.98 | 0.25 | 0.57 | 140.06 | 43.91 | 23,009.69 | 31.35 |

Source: IMF, International Financial Statements (2004).

Archived sources

SNB, *97th Annual Report* (2004), SNBA.

SNB, *Monthly Statistical Bulletin* (2006), 81 (2), February, SNBA.

References

- Aizenman, J., and J. Lee (2005), International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence, *NBER Working Paper Series*, 11366.
- Aizenman, J., Y. Lee and Y. Rhee (2004), International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and a case study of Korea, *NBER Working Paper Series*, 10534.
- Aizenman, J., and N. Marion (2003), The high demand for international reserves in the Far East: what's going on?, *Journal of the Japanese and International Economies*, 17 (3), pp. 370–400.
- Aizenman, J., and N. Marion (2004), International reserve holdings with sovereign risk and costly tax collection, *Economic Journal*, 114 (497), pp. 569–591.
- Ben-Bassat, A., and D. Gottlieb (1992), Optimal international reserves and sovereign risk, *Journal of International Economics*, 33 (3–4), pp. 345–362.
- Berg, A., E. Borensztein, G. M. Milesi-Ferretti and C. Pattillo (1999), Anticipating balance of payments crises: the role of early warning systems, *IMF Occasional Paper*, 186, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bilson, J. F. O., and J. A. Frenkel (1979), International reserves: adjustment dynamics, *Economics Letters*, 4 (3), pp. 267–270.
- Edwards, S. (1983), The demand for international reserves and exchange rate adjustments: the case of LDCs: 1964–1972, *Economica*, 50 (199), pp. 269–280.
- Financial Times* (2004, 2005).
- Flood, R., and N. Marion (2002), Holding international reserves in an era of high capital mobility, in: S. M. Collins and D. Rodrik (eds.), *Brookings Trade Forum 2001*, Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Frenkel, J. A. (1974), The demand for reserves by developed and less-developed countries, *Economica*, 41 (161), pp. 14–24.
- Frenkel, J. A. (1983), International liquidity and monetary control, in: G. M. von Furstenberg, *International Money and Credit*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Frenkel, J. A., and B. Jovanovic (1981), Optimal international reserves: a stochastic framework, *Economic Journal*, 91 (362), pp. 507–514.
- García, P., and C. Soto (2004), Large hoardings of international reserves: are they worth it?, Paper prepared for the 8th Annual Conference of the Central Bank of Chile, manuscript.
- Genberg, H., R. N. McCauley, Y. C. Park and A. Persaud (2005), Official reserves and currency management, in: *Asia: Myth, Reality and the Future*, Geneva: International Centre for Money and Banking Studies and London: Centre for Economic Policy Research.
- Goldfeld, S. M., and D. E. Sichel (1990), The demand for money, in: B. M. Friedman and F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 1, Amsterdam: North Holland, pp. 299–356.
- Goldstein, M., G. L. Kaminsky and C. M. Reinhart (2000), *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Washington, DC: Institute for International Economics.

- Heller, R. H. (1966), Optimal international reserves, *Economic Journal*, 76 (302), pp.296–311.
- Heller, R. H., and M. S. Khan (1978), The demand for reserves under fixed and floating exchange rates, *IMF Staff Papers*, 25, Washington, DC: International Monetary Fund, pp.623–649.
- Henning, C. R. (2002), East Asian financial cooperation, *Policy Analyses in International Economics*, 68, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Hildebrand, P. M. (2005), Swiss National Bank sales – lessons and experiences, Speech delivered on 5 May at the Institute for International Economics, Washington, DC, SNBA.
- IMF (2003), *World Economic Outlook September 2003*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2004), *International Financial Statistics*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Joint Ministerial Statement (2005), The Joint Ministerial Statement of the 8th ASEAN + 3 Finance Ministers' Meeting, Istanbul, Turkey, 4 May, <http://www.aseansec.org/17448.htm>.
- Kenen, P. B. (1960), International liquidity and the balance of payments of a reserve-currency country, *Quarterly Journal of Economics*, 74 (4), pp.572–586.
- Kenen, P. B. and E. B. Yudin (1965), The demand for international reserves, *Review of Economics and Statistics*, 47 (3), pp.242–250.
- Khor, H. E., E. Robinson and J. Lee (2004), Managing floating and intermediate exchange rate systems: the Singapore experience, *Monetary Authority of Singapore Staff Paper*, 37.
- Lizondo, J. S., and D. J. Mathieson (1987), The stability of the demand for international reserves, *Journal of International Money and Finance*, 6 (3), pp.251–282.
- McKinnon, R. I. (1963), Optimum currency areas, *American Economic Review*, 53 (4), pp.717–725.
- McKinnon, R. I. (2005), *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Suss, E. C. (1976), A note on reserve use under alternative exchange rate regimes, *IMF Staff Papers*, 23, Washington, DC: International Monetary Fund, pp.387–394.
- Triffin, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press.

17 Switzerland and Euroland: European Monetary Union, monetary stability and financial stability

MARTIN HELLOWIG

17.1 Introduction: where did we come from?

17.1.1 *Early expectations of instability from European Monetary Union*

Sometime in the mid-1990s, when I was still teaching at the University of Basel, a friend there remarked that, if the European Monetary Union (EMU) was really going to come, Swiss monetary policy was going to be in for some difficult times. Market participants would interpret the coming of EMU as an end of the commitment to monetary stability in Frankfurt.¹ They would try to move into harder currencies, like the Swiss franc, as they had done in past episodes of turbulence in foreign exchange markets. The Swiss National Bank would again be faced with the difficult choice of whether to accommodate the demand for Swiss francs or to let the Swiss franc appreciate. The first alternative would endanger price stability, the second would endanger the competitiveness of Swiss industry in international markets. The dilemma would be all the more serious because, by contrast to the crises of the 1970s, the German mark would no longer be there to take some of the brunt of the speculation.

This prediction has not come to pass. The European Monetary Union did not bring with it a new era of monetary instability. The European Central Bank's (ECB) commitment to monetary stability seems as firm as that of the Bundesbank ever was. The markets have not shown any signs that they consider the euro to be less hard than the German mark, certainly not in relation to the Swiss franc. In the years 1997–1999, when the European Monetary Union was put into place, the Swiss franc was actually weaker than before. There has been nothing like a recurrence of the turbulences of the 1970s, or of 1992, in foreign exchange markets, at least not in Europe or the United States. By comparison to the preceding two decades, monetary stability in Europe, both internal and external, has been remarkable.

1 Such an interpretation would certainly have been consistent with the predictions of German scholars opposed to EMU. Cf., for instance, the manifesto 'Die Europäische Währungsunion führt zur Zerreißprobe' by 62 academic economists in the *Frankfurter Allgemeine Zeitung* of 11 June 1992.

17.1.2 *Experience of monetary instability in the 1970s*

However, at the time when the prediction was made, it reflected the experience of the preceding two decades. These decades had been marked by monetary instability and by disputes on the proper role of monetary policy in a world of flexible exchange rates. The demise of the Bretton Woods system of fixed exchange rates had eliminated the need to subordinate national monetary policies to the maintenance of exchange rates. In many countries, this freedom was used to greatly expand the money supply, partly in order to smooth over the effects of 'shocks' like the 1974 oil price increase, and partly in order to accommodate public sector financing needs.² These policies greatly undermined monetary stability and caused double-digit inflation for quite some time in several OECD countries. Given the differences in monetary growth and inflation across countries, they also generated strong pressures for exchange rate adjustments.

During this period, we came to appreciate the importance of expectations – inflation expectations as a determinant of long-term nominal interest rates, exchange rate expectations as a determinant of portfolio adjustments in international exchanges, and, perhaps most importantly, expectations about the viability of a country's policy stance as a determinant of inflation and exchange rate expectations. Some of the turbulences in foreign exchanges can probably be explained by the way in which market participants came to appreciate the systemic nature of the relation between the various parts of economic policy, inflation and exchange rate movements, and were trying to figure out how these systems were evolving in the different countries. Given that the policies and policy rules themselves were in flux, so too must the market participants' perceptions of them have been. As changing perceptions translated into portfolio adjustments, expectations themselves became a major determinant of market movements, giving rise to runs and to overshooting phenomena.³

2 There is no need to disentangle the different motives – any policy of keeping interest rates from rising 'too much' will effectively promote all of them. Any such policy will also promote the interests of important parties in the private sector, for instance, financial institutions whose financing costs are sensitive to interest rate changes, or the financial press whose advertising and subscription business depend on financial sector activity.

3 A striking example of the autonomous role of expectations is provided by the increase in US long-term interest rates in January 1981, two months after the election and before the inauguration. This increase seems to have been caused by an appreciation that President Reagan would get his tax cut proposal through Congress and that this held promises for a significant debt burden in the future. Cf. Branson (1987).

In the 1970s, the problem of exchange rate adjustment was usually seen in terms of a need to revalue the German mark and, even more so, the Swiss franc relative to most other currencies, most importantly the US dollar, the pound sterling, the French franc and the Italian lira. For some of the other countries, it looked as if the problem was due to the restrictiveness of German and Swiss monetary policy after 1974, rather than to their own monetary ease. In countries with downward pressures on exchange rates, this caused a certain amount of resentment. For Germany and Switzerland, the ongoing revaluation pressures posed the problem, mentioned above, of how to avoid the contractionary impact of 'excessive' currency appreciation without abandoning monetary stability?

17.1.3 The ERM experiment

The initiative of Valéry Giscard d'Estaing and Helmut Schmidt that led to the creation of the European Exchange Rate Mechanism (ERM) and the European Currency Unit (ECU) in 1979 can be seen as a response to these perceived difficulties. For France, the ERM held the promise of reducing the Bundesbank's ability to pursue monetary stability without regard for the effects of its policies on France. For the German Chancellor, the ERM, with its bundling of 'hard' and 'soft' currencies, provided the prospect of reducing exchange rate pressures on the German mark; in the wake of the 1980 election, he may also have been attracted by the idea of reducing the Bundesbank's ability to implement a restrictive monetary policy.⁴

Somewhat ironically, the problem of pessimism vis-à-vis the dollar and the pound disappeared around 1980, just after the ERM was created. For the dollar, the proximate causes of the change in market perceptions seem to have been the 1979 turnaround in monetary policy and the outcome of the 1980 election; for the pound, the income from North Sea oil and the outcome of the 1979 election. Throughout the 1980s (and 1990s), the ERM had more to do with relations between currencies within the European Community (EC) than with their relations to outside currencies.

Within the ERM, there was an asymmetry in adjustment rules which put most of the burden of adjustment on central banks with currencies that were subject to devaluation pressures. Central banks with currencies subject to revaluation pressures were under much less of an obligation to change their policies. Whatever the intentions of the initiators may have been, the

4 This is the view of Vaubel (1987, 2001). For a less critical view of the ERM initiative, cf. Neumann (1999), pp. 297 et seq.; Bernholz (1999), pp. 754 et seq.

Bundesbank retained its ability to pursue the monetary policy of its choice.⁵ The central banks of other participating countries were forced to adjust, at least if they wanted to avoid an exchange rate realignment. In the governments of these countries, resentment of the Bundesbank's strength and 'unreasonableness' grew apace. As for the central bankers, e.g. in Paris or Rome, they were perhaps not so unhappy to be able to tell their ministers that, much as they would like to accommodate their demands, doing so would endanger the position of the currency in the ERM and, surely, the minister would not want to induce the public perception of failure that goes with a devaluation.

17.1.4 From ERM to EMU

Against this background, in the late 1980s and early 1990s, the creation of the European Monetary Union could be seen, and may indeed have been intended, as yet another attempt to eliminate the independence and to reduce the power of the Bundesbank and to move to a regime that would provide for a more accommodating monetary policy.⁶ The predictions from the early and mid-1990s that I cited above were based on precisely this interpretation. However, as in the case of the ERM, the development of EMU has taken a different turn. The ECB today seems even further removed from the political fray, perhaps even more independent, than the Bundesbank ever was. It certainly does not give the impression of putting any less weight on monetary stability.

From the perspective of Switzerland, it must be reassuring that the coming of EMU did not bring a return to the monetary instability of the 1970s. However, one may wonder how robust the present arrangement is. One may also wonder about the challenges that the position of an island in Euroland is posing. In the following, I will first review developments in the European Monetary Union, with a focus on the sources of the commitment to monetary stability and on the robustness of this commitment. Thereafter, I will consider the challenges that arise for Switzerland and for Swiss monetary policy from its position as a small open economy in the middle of Euroland. Finally,

-
- 5 Hagen (1999), pp. 431 et seq., suggests that the ERM actually reinforced the Bundesbank's commitment to monetary targeting. In an institutional setting where exchange rate commitments could undermine the autonomy of monetary policy, it was all the more important for the Bundesbank to extol the objective of price stability, using monetary targeting as a transparent means to communicate its intentions to the markets and to its partners in the ERM. Cf. also Baltensperger (1999).
- 6 For this interpretation, cf. Vaubel (2001), pp. 152 et seq.

I will consider some challenges that arise from Switzerland's position as an international financial centre, home to two of the world's largest financial institutions.

17.2 How firm is the commitment to monetary stability in Euroland?

17.2.1 A surprise for Oskar Lafontaine: central bank independence after Maastricht

Following the change of government in Germany in 1998, Oskar Lafontaine, the new social democratic Minister of Finance, indicated that he was fed up with the restrictive monetary policy of the Bundesbank and would see to it that this was changed. If people at the Bundesbank were not going to comply voluntarily, he might push for a change in the Bundesbank Law in order to reduce or eliminate the Bundesbank's independence. Threats of this sort had already been heard in the final months of the previous social democratic government in 1982. By contrast to 1982, however, in 1998, the Bundesbank's status was protected by the Maastricht Treaty and by the German Constitution. Moreover, the responsibility for monetary policy was about to shift to the ECB, whose independence from government interference was also protected by the Maastricht Treaty. Lafontaine's threat against the Bundesbank thus proved to be an anachronism.

In the process of creating the European Monetary Union, the position of central banks relative to governments and legislatures was significantly strengthened. In countries where central banks had been subordinated to governments before 1992, central bank independence was introduced as a prerequisite for EMU participation. In Germany, where the Bundesbank had been independent since 1948, central bank independence, together with an obligation to promote price stability, was raised from the status of an ordinary law to the level of a constitutional provision. Given the view, which was prominent among German economists before 1998, that EMU was a device to conquer the Bundesbank, there is a certain irony in observing that EMU itself ended up protecting the Bundesbank against the ambitions of Mr Lafontaine – and against the impact of generation change, from those who had personally experienced the hyperinflations of the 1920s and 1940s to those who had grown up on post-1968 visions of democratic engineering.

As the new institutions developed, central bankers all over Euroland became stakeholders in them. Enjoying the independence with which the Maastricht Treaty provided them, they came to see the creation and maintenance of monetary stability as their task. Whereas in the 1980s and early

1990s, the ERM was often discussed in terms of the Bundesbank imposing its will on everybody else, the policies of the ECB today are not identified with any one country. When Jean-Claude Trichet followed Wim Duisenberg as President of the ECB, there was no intimation that this would mean a change in policy stance.

The change in institutions was made possible by a change in attitudes towards monetary policy and towards the role of the central bank. After almost two decades of instability, people were upset about high and variable inflation rates, and there was some appreciation that stability might also have its advantages. As institutional safeguards translated into greater credibility, lower inflation expectations and lower nominal interest rates, even governments came to appreciate that such safeguards might have intrinsic merits, although they cut into their own power; after all, the reductions in nominal interest rates greatly reduced their debt service obligations and made the deficit criteria of the Maastricht Treaty much easier to reach.⁷

One may be sceptical as to how long such insights will remain fresh. The evolution of the large Member States' attitudes towards public deficits and public debt over the past few years suggests that at least this lesson of the 1980s was unlearned right after the euro was introduced. However, at this point, this is just a matter of fiscal policy. It undermines the Stability and Growth Pact, but not, at least not yet, the institutional framework for the determination of monetary policy. Even as the discussions about the German, French, etc. violations of the deficit criterion of the Stability and Growth Pact and about the need and scope for reforming the Pact have proceeded, there has not been much public political discussion of the ECB's monetary policy.

17.2.2 Depoliticisation of monetary policy

Public discussion of monetary policy has been strangely depoliticised. We have seen journalists reporting about exchange rate movements as if they were writing about sports events, treating the euro's decline in 2000 relative to the US dollar as if the euro was falling behind in some kind of race. We have also seen technical discussions on the appropriate level of transparency, on the two-pillar approach, and on the assessment of unanticipated growth in

7 For a summary of these developments, cf. Sapir et al. (2004), pp.60 et seq. Similar changes in attitudes and institutions also occurred in countries outside Euroland. However, the Maastricht process was unique in that it provided the Member States of the European Union with well-defined targets, to be reached within a predefined time span. Monitoring by the European Commission, the implicit threat of non-acceptance of treaty implementation by pre-1998 Germany, and the public visibility and prominence of the entire process provided strong incentives to try and reach the targets.

monetary aggregates at low inflation rates and low nominal interest rates. However, we have *not*, as yet, seen anything that might be compared to the massive attacks that Lafontaine and other German politicians raised against the Bundesbank in a previous era.

One reason for this depoliticisation lies in the supranational nature of the ECB as opposed to the national character of politics. The finance minister or head of government of Germany, France or Italy may be unhappy about the ECB's policy. However, he will find it difficult to make this dissatisfaction the subject of effective political discourse. Within official channels of communication, he is constrained by the statutes that guarantee the ECB's independence. Outside official channels of communication, in public discussion, he is constrained by the fragmentation of political audiences. A Dutch or Finnish audience will hardly listen to the French President or the German Chancellor complaining about the ECB. Indeed, in any such discussion, these national office holders would be told that monetary policy must consider the needs of Euroland as a whole, the Netherlands and Finland, as well as Germany, France and Italy. The smaller countries, in particular, have emerged as strong supporters of the ECB's independence and commitment to monetary stability.⁸

Euroland as a whole is simply too large and too heterogeneous for any one Member State government to be in a position to challenge the ECB seriously. Even the large Member States are reduced to introducing their substantive concerns through their personnel decisions, i.e. when they nominate members of the Executive Board or presidents of their own national central banks. However, the scope for doing so is very limited. Any one Member State influences only a small number of personnel decisions; moreover, socialisation among central bankers affects people's thinking, even if, initially, they come with other ideas.

17.2.3 *Is independence threatened by the European Commission?*

At this point, effective threats to the independence of the ECB are more likely to come from the European Commission than from the Member States. Being a supranational institution itself, the Commission can claim to be speaking for the European Union as a whole. Moreover, the Commission has

8 In this context, it is of interest to recall that, already in the mid-1970s, the left-of-centre governments of Austria and the Netherlands deliberately chose to align their currencies with the German mark. Appreciating their own smallness, they felt that the benefits for the governance of national economic policy far exceeded the costs of losing the opportunity to carry out their own monetary policies.

a long history of using its monopoly on policy proposals to expand its own executive powers at the expense of other institutions. In the past, it has mostly done so at the expense of national institutions.⁹ However, an expansion of competences at the expense of the ECB would also lie in the logic of the Commission's power aspirations.

In this context, it is of interest to note that, in the discussion about the Constitution for the European Union, in November 2003, Jean-Claude Trichet, the President of the ECB, found it necessary to protest publicly to the President of the Council of Ministers of the European Union against a proposal, which he understood to have been made by the Commission, that would have simplified the procedure for changing articles 10–12 of the Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank.¹⁰ These articles deal with the Governing Council and the Executive Board of the ECB and with their responsibilities. Under existing rules, they can only be changed by a procedure that involves parliamentary ratification in all Member States. The contested proposal would have provided for the possibility of changing them by a unanimous vote of the Council of Ministers, acting upon a proposal by the Commission, after consultation of the European Parliament and the ECB. Such matters as the Executive Board members' term of office, limitation to one term, conditions of employment and procedures for dismissal, all of them central to personal independence, would have become material for new legislation by the Commission and the Council of Ministers, without any effective control by any parliament whatsoever.

President Trichet's protest was successful. The contested proposal did not make it into the Constitution. Indeed, to the outsider, its status in the deliberations is unclear. It does not seem to have appeared in any official public document other than President Trichet's letter to the President of the Council of Ministers. The Commission's official comments on the draft constitution only mention that the rules for appointing members of the Executive Board of the ECB are one of the "clear-cut cases where qualified majority voting should be introduced". The Commission also remarked that "the modus operandi of the Governing Council of the ECB and the operational decision-making framework for monetary policy should be reviewed to ensure that decisions remain effective in a euro zone that is set to expand".¹¹

9 A paradigmatic example is the elimination of national competences in the area of antitrust policy under the 'modernisation' provided by Council Regulation (2003).

10 European Central Bank (2003c).

11 European Commission (2003), pp. 7, 9.

The contested proposal is in line with these suggestions. The fact that it seems to have appeared outside, rather than inside, the official consultation process on the Constitution¹² is itself perhaps a testimony to the political stature of the ECB as a guarantor of monetary stability in the European Union.

17.2.4 How robust is the ECB's position?

The importance assigned to monetary stability and the stature of the ECB are also apparent in the fact that, like the EC Treaty, the final version of the Constitution names price stability among the Objectives of the European Union. The Constitutional Convention had dropped this objective, but following the ECB's intervention, it was reinstated.¹³

Nevertheless, one must ask how robust the present constellation is. The consolidation of the ECB's stature that we have seen has been favoured by luck. By comparison to the 1970s and 1980s, inflation rates, as well as nominal interest rates, were low and have remained so; therefore, the choices that the ECB faced were less difficult – and less likely to raise political controversy – than the choices faced by the Bundesbank and the Swiss National Bank in 1974 or 1982, or by the Federal Reserve in 1979 and 1989. The ECB has also been lucky in that there has not been a major financial crisis in Europe. Whereas the economic downturn of the early 1990s was accompanied in many countries by bank failures and banking crises, the burst of the stock market bubble and the economic downturn after 2000 did not cause a financial crisis that would have required an intervention by the lender of last resort and that might have put the unclear relation of national banking supervision and supranational central banking to the test. It remains to be seen what happens if events put the ECB in a position where it must take difficult and controversial choices.

The ECB has also been lucky in that political attention in the past few years has been directed elsewhere. Economic policy debates in European countries have focused on the implications of demographic change, on structural reforms and economic growth, on labour market reforms and social policy, i.e. on the real side of the economy. In part, this development reflects the withdrawal of monetary policy from the national policy domain. In part,

12 President Trichet's letter pointedly noted that, under existing rules, it would be necessary to formally submit such a proposal to the ECB for consultation before determining the amendment to the Treaty that was to be made.

13 Points where the ECB was less successful involved matters of detail, emphasis, or legal clarity, hardly material for a clear-cut discussion about central bank independence and the commitment to price stability, cf. European Central Bank (2003b).

it also reflects the urgency of these 'real' problems and the recognition that they cannot be solved merely by easy money.

At some point in the medium term, however, we are likely to see a resurgence of the proposition that low growth in Europe is at least partly due to the strictness of monetary policy and that Europe needs a more growth-oriented monetary policy. I shouldn't be surprised if, sometime over the next few years, such a criticism of the ECB was going to be raised by the European Commission, as well as the governments of the larger Member States. It would certainly provide the European Commission with an argument for more of a role for itself, alone or in combination with the Council of Ministers.

Even without any change in the Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank, a possible initiative might concern the competence for setting an inflation bound or inflation target. The Commission and Council might want to reserve this competence for themselves, along the lines of the UK model. After all, the Maastricht Treaty, which was written before the UK model was invented, is silent on the question of who is to define what 'price stability' means. There is no clause saying that central bank independence covers the competence to define 'price stability', as well as the competence to monetary policy to attain price stability. Given the silence of the Treaty on this point, there is room for putting this question on the agenda without being perceived as openly calling for a change of regime. The outcome of the ensuing discussion is more likely to be a matter of political convenience than of legal interpretation of the Treaty.

However, even if the competence to define price stability were to be transferred to the Council, acting upon a proposal of the Commission, I would not expect this to have any dramatic effect. The inflation bound might be changed into an inflation target, its numerical value might be raised from 2 percent to 3 percent, but this is hardly dramatic. A more dramatic change, e.g. a move to an inflation target of 5 percent or more, seems unlikely. Such a move would be hard to justify and hard to communicate in a framework in which 'price stability' is the central objective of monetary policy. After all, the reasons why some governments are tempted by the prospects of an easy monetary policy have a lot to do with the discretionary nature and the intransparency of the inflation tax and the difficulties of holding the government accountable for this tax. If an inflation target has to be openly announced, this temptation is much reduced. One may even speculate that such an arrangement might give the finance ministers a greater political stake in the pursuit of price stability and might reduce their tendency to criticise the central bank when interest rates are raised.

17.2.5 *The problem of fiscal instability*

In the immediate future, however, the greatest question marks concern fiscal policy. From the conclusion of the Maastricht Treaty to the creation of the European Monetary Union, we have seen an enormous amount of fiscal consolidation. Since then, the trend has been reversed. The large Member States, in particular, have been running large deficits and have been building up debt again. The disciplining force of the prospect of Monetary Union is missing. The Stability and Growth Pact has not provided an effective substitute. Because the original rules of the Pact were rather crude, many economists feel that the greater flexibility under the new rules is to be welcomed. However, beyond all questions of rules and rule interpretations, the key development has been the realisation that the Pact itself is a dead letter if one of the large Member States chooses not to abide by it.

The failure of the Stability and Growth Pact would not matter if the insulation of monetary policy from fiscal concerns were so well established that it could safely be predicted to persist even if a large Member State went into default on its euro-denominated debts. In such a regime, fiscal policy and public indebtedness would be purely national concerns. Default on 'domestic' sovereign debt would be a possibility, just like default on foreign sovereign debt. Fiscal discipline would be a matter of relations between the individual states and the financial system, i.e. the people and institutions that put up the money to finance the public deficits. A lack of fiscal discipline would induce the financial system to first impose a premium on the interest rates at which funds are provided and to eventually cease lending altogether. The workings of such a system are illustrated by the experiences of individual states in the US or of individual cantons in Switzerland.

The system works differently if there is some prospect that sovereign debts might be monetised. Monetisation avoids default in a legal sense, but imposes a loss of value on the owners of securities that are denominated in that particular currency. If markets anticipate this possibility, they will again impose a premium on the interest rates at which they provide funds. Thus, in the 1970s and 1980s, governments with insufficient fiscal discipline had to cope with high nominal interest rates as markets were anticipating monetisation of the debt and subsequent inflation. Foreign exchange markets also took notice and signalled their views by putting pressure on the exchange rate. Both of these market reactions provide some incentives for fiscal discipline even when monetisation of debt is possible.

However, in a monetary union, these mechanisms are weakened. If monetisation of national debts is a possibility, a country with insufficient fiscal

discipline exerts an externality on the other members of the system. To the extent that markets anticipate the monetisation of national debts, they raise nominal interest rates for *all* nominal securities. Foreign exchange market reactions concern the monetary union as a whole, and *not* simply the Member State that is responsible. At least initially, therefore, a national government may find it more attractive than before to avoid hard choices by running into debt. The penalties for such a policy are at least partly borne by the other members of the monetary union.

Underlying these concerns is a fundamental contradiction between the notion of supranational sovereignty over monetary policy and the notion of national sovereignty over fiscal policy when there is no hard and fast provision for what happens when the fiscal policy is not viable and monetisation – or some other form of ‘supranationalisation’ of debt – is the only alternative to outright default. This contradiction is even deeper than the well-known traditional problems of sovereign borrowing in foreign currencies. Any sovereign borrowing raises the question of what enforcement mechanisms might be effective, but sovereign borrowing by the member of a monetary union raises the additional question of what the roles of the union institutions and the other union members are when the member state in question is unable to meet its obligations.

To be sure, in the context of the European Monetary Union, the Maastricht Treaty provides for a clear insulation of the ECB from pressures generated by the Member States’ fiscal policies. However, in thinking about the issue, one must go beyond the existing legal texts and ask how the Union’s political and legal institutions will react to a crisis when it arises. After all, this is not the first contradiction that arises in the context of European integration from a lack of clarity in the division of responsibilities between national and supranational institutions. If it becomes virulent, it will be dealt with like others have been dealt with before, by a mixture of muddling through under existing rules and of rule adjustment. The benefits of being part of the venture altogether have always been felt to be so large that nobody was willing to break the system. I would therefore expect that, in a clutch, there will be some give-and-take involving the provision of some assistance to Member States that are in trouble in return for the installation of a more effective supranational control mechanism for fiscal discipline.

In the course of such dealings, the ECB and its role are likely to be part of the negotiating mass. At that point, the institutional safeguards provided by the Maastricht Treaty can be less than airtight. As part of a larger package, negotiated between the Commission and the Member States, a revision of the

basic constitutional rules of the European Monetary Union may not be impossible, especially if the revision goes along with the prospect of substantial improvements in the governance of fiscal policy. For such a package, which national parliaments have to approve wholesale or not at all, the requirement of parliamentary ratification in all Member States is rather less of a hurdle, because most national parliaments will be afraid of blocking a package that will surely be announced as yet another major step in European integration.

Even if the Treaty is not changed, there may be a legal issue: Could it be that a court of justice asserts that, first, in the name of higher principles of civil law, any state is legally obliged to fulfil its obligations on its domestic debts even if this requires upending the central bank's independence, and, second, in the name of solidarity within the European Union, the ECB is obliged to assist a Member State in avoiding default on its domestic, i.e. euro-denominated, debts? Given the treatment of such questions by the Constitutional Court in Germany, I believe that this possibility cannot be altogether ruled out.

Up to now, financial markets have hardly differentiated between the Member States of the European Monetary Union. Despite significant differences in debts and deficits, there are hardly any differences in the interest rates that different Member States have to pay.¹⁴ This might be due to market participants anticipating that, in the event of a crisis, some kind of 'supra-nationalisation' of debts will occur as a matter of course. They might also consider that the fiscal consolidation of the 1990s is still providing so much of a buffer that the prospect of such a crisis is still quite remote. At this point, therefore, the question of what incentives for fiscal discipline the system provides to Member State governments is very much up in the air.

17.2.6 The role of the central bank in a large, heterogeneous currency area

Assuming that the current institutional set-up will be maintained for some time, what are the implications for monetary policy? In the first place, the depoliticisation that has taken place is likely to have its effects on the spirit in which monetary policy itself is being carried out. The Bundesbank had always been part of the German political system, posing as a paragon of stability and exhorting the other major players in Germany – the trade unions and the government – to show more discipline. It played this role most emphatically in the final inflationary phases of a boom turning into a recession

¹⁴ For an empirical analysis of risk premia in European government bond markets, before and after EMU, cf. Bernoth et al. (2004).

in 1974, 1982 and 1992. Given its own contributions to the preceding expansions and given the strictness of the ensuing monetary tightening, it thus strengthened the procyclical elements in the overall macroeconomic policy regime and contributed to the sharpness of the recessions.¹⁵ By contrast, the ECB has no direct political counterparts. There is perhaps therefore less scope for such a demonstrative pursuit of stability. The ECB may be able to avoid some of the procyclical features that the Bundesbank's monetary policy exhibited.

At the same time, the ECB may become less resistant to the notion that monetary policy activism is not incompatible with monetary stability. As the US experience has shown,¹⁶ once a central banker feels that the political battle over the basic objectives of monetary policy and the importance of monetary stability has been won, he may himself be tempted towards an activist role in countering 'adverse' developments. Under the chairmanship of Alan Greenspan, the Federal Reserve was far removed from traditional Keynesian interventionism. However, from the liquidity injection after the stock market crash of 1987 to the 'correction' of inflationary pressures by monetary restraint in 1989, further on to the turnaround of 1990, which allowed commercial banks to re-establish their capital by playing the yield curve, to the interest rate 'shock' of 1994 and beyond, the Federal Reserve seems to have been driven by a belief in the fine-tuning of policy interventions to solve problems as they were coming up. The notion that each fine-tuning policy intervention might be the source of the next problem does not seem to have played much of a role.¹⁷

17.2.7 Reduced importance of exchange rates

A major change concerns the relative weights given to different variables to which the central bank pays attention. I expect the ECB to pay ever less attention to exchange rate movements. In principle, of course, the ECB, has always focused on inflation rates and monetary aggregates, just like the Bundesbank before it. In practice, however, in an environment in which the

15 For an account of the different players' roles in the earlier cycles, cf. Hellwig and Neumann (1987).

16 Or, for that matter, the Swiss experience, as documented in the other contributions to this volume.

17 Yet one can argue that the inflationary pressures of 1988/1989 were caused by the excessive liquidity injection after the crash, the solvency problems of US commercial banks in 1990 were caused by the interest rate shock of 1989, etc. For a general discussion of this issue, cf. chapter 14.

exchange rate is perceived to matter a great deal, the central bank is hardly able to avoid paying at least some attention to it. For all their insistence on monetary targeting, even the Bundesbank and the Swiss National Bank have always had an eye on the exchange rate.

Perceptions that the exchange rate is important may come from firms and industry associations that see the effects of exchange rate movements on competitive positions in their output markets. They may also come from the media trying to capture the public's attention as they portray exchange rate movements as evidence of good or bad performance by the government or the central bank, or as they tell people about the implications of exchange rate movements for their purchasing power. When such discussions take place, politicians and governments will join in and try to get the central bank to take account of the concerns that are being voiced. The discussions in Switzerland that led to the temporary replacement of monetary targeting by exchange rate targeting in 1979 provide a paradigmatic example, as does the initiative of Giscard d'Estaing and Schmidt to create the ERM.

In Euroland, the perception that exchange rates matter seems to have, by and large, disappeared. Given that most 'foreign' trade of firms in Euroland rests within Euroland, monetary union has dramatically reduced the dependence of firms' competitive positions on exchange rates. It has also reduced the immediate impact of exchange rate movements on consumers' purchasing power. Finally, it has eliminated the identification of the currency and its market valuation with any one country and with the performance of that country's government. In terms of public political discussion, therefore, the exchange rate has become a non-issue. This is bound to give the ECB more leeway to treat the foreign sector and the exchange rate with benign neglect, as the Federal Reserve has done for decades.

17.2.8 Euroland prices and inflation – statistical artefacts or matters of real-life experience?

An open question concerns the treatment of prices and inflation. As yet, one can hardly say that we have an integrated European economy in which deviations from the law of one price for any one commodity are the exception rather than the rule. Transaction costs, regulations and other barriers impede the kind of arbitrage that would make for Europe-wide markets. Price adjustment is mostly a matter of national markets. Moreover, it is fraught with frictions. Thus there have been and continue to be significant differences in the inflation rates of the different Member States. The Euroland inflation rate on which the ECB focuses corresponds to a weighted average of inflation

rates in the different Member States. The relevance of this average for the real-life experiences of people in these Member States is unclear. In 2000, for instance, at respective inflation rates of 5.3 percent and 1.4 percent, people in Ireland worried about inflation, people in Germany about the possibility of deflation.

To be sure, this is not just a problem of the European Monetary Union. Any statistical measure of inflation is an average, across regions as well as goods. However, in a homogeneous environment in which markets are more closely interrelated, differences in price movements are likely to be less pronounced, and an average measure of inflation is likely to be closer to people's actual experiences. Thus for thirteen German *Länder*, the growth of consumer prices from January 2005 to January 2006 ranged between 1.4 percent in Hessen and 2.5 percent in Brandenburg, with a mean of 2.0 percent and a cross-section standard deviation below 0.4 percent.¹⁸ By contrast, for the same period, consumer price inflation in Euroland ranged from 1.5 percent in Austria to 4.2 percent in Spain, with a mean of 2.3 percent and a cross-section standard deviation above 0.7 percent.¹⁹ There is no longer an outlier, like Ireland was in 2000, but even so: what meaning does a Euroland inflation rate of 2.3 percent have for people in Austria or in Spain?

Ironically, this might be less of an issue if European central banks had been less successful in fighting inflation in the past. If inflation is high, everybody shares the impression that prices are going up and that nominal values are not to be trusted. The common experience that the value of money is rapidly going down will dwarf the disparities across countries and regions, even if the disparities themselves are sizeable. By contrast, at low average levels of inflation, there is less of a shared perception that inflation is a problem.

The problem is a natural consequence of monetary unification with insufficient economic integration. With time, it may go away because the increasing interdependence of monetary systems and markets leads to a homogenisation of inflation across Euroland.²⁰ If the disparity of inflation rates and

18 Inflation data for the different *Länder*, except Bremen, Hamburg and Schleswig-Holstein, are available at http://www.statistik-portal.de/Statistik-Portal/de_inhalt21.asp. Averages here are calculated with weights assigned to the different *Länder* on the basis of 2003 consumption.

19 Inflation data and member state weights are available at http://epp.eurostat.cec.eu.int/portal/page?_pageid=0,1136173,0_45570701&_dad=portal&_schema=PORTAL.

20 At 0.7 percent the standard deviation of consumer price inflation across the members of Euroland in 2005 was somewhat less than it had been in 2000 (0.8 percent) when average inflation was actually lower (1.9 percent). However, it is too early to tell whether this corresponds to a longer-term trend or merely to the fact that there is no longer an outlier, like Ireland was in 2000.

inflation experiences in different countries persists, it may end up undermining the legitimacy of the ECB's policy with the public, or, more precisely, with the different publics in the various Member States. Grassroots support of the central bank as a guarantor of price stability is likely to be weaker if the policy concerns of the central bank do not resonate with people's experiences. For the Bundesbank, such grassroots support had been a reliable source of strength, providing a measure of protection against political attempts to subvert its institutional structure.

17.2.9 Summary

To sum up, at this point the European Monetary Union's commitment to monetary stability seems to be quite robust. Institutional arrangements, as well as the constellation of political interests, provide fairly strong support. The problem of effective governance for fiscal discipline has not been solved. Some further institutional change is to be expected if and when this problem becomes acute. However, I would not expect such change to concern the basic principles of central bank independence and monetary stability.

In consequence, I also expect monetary policy to be as stable as anything that can be expected from an institution that is run by people. As people change, as people's perceptions of the problems and techniques of monetary policy change, there are bound to be changes in policy rules and in policies, with implications for market expectations and market prices. However, it seems unlikely that any of this should come close to the kind of subservience of monetary policy to fiscal needs that was at issue in OECD countries in the 1970s and 1980s and that is still an issue in parts of the world today.

17.3 Switzerland as an island in Euroland

17.3.1 Euro-isation of the Swiss monetary system?

What are the implications of European Monetary Union for Switzerland as an island in Euroland? From the time when the prospect of European Monetary Union was beginning to loom on the horizon, I remember hearing questions as to whether Switzerland would be able to retain its own currency at all. Wouldn't the ECU be so much the dominant currency that everybody would expect to be dealing in ECUs, leaving no room for transactions in Swiss francs? What else could one conclude if only one took a look at a map showing continental Europe occupied entirely by the European Union, with only a small white spot in the centre?

I have always wondered why such questions were to be taken seriously.

To be sure, a map with a small white spot in the centre of a large homogeneous land mass makes for a suggestive picture,²¹ but this is no substitute for an argument. Analogies with Panama or Israel seemed beside the point. In both these countries, the dollarisation of large transactions had more to do with institutions, policies and inflation, rather than the relative smallness of these countries. The same is true of countries, e.g. in Latin America, that have dollarised their currencies without actually abandoning them. Institutions and policies in Switzerland seemed far from inducing anything similar.

To be sure, the tourist or businessman coming to Switzerland might be so used to paying in euros that he couldn't even conceive of foreign currency any more, at least not on the European continent. However, the willingness and the desire to accommodate such a person's needs would not automatically be grounds for a euro-isation of transactions in Switzerland. Having the internal payments system run on Swiss francs and accommodating the careless foreigner's needs in euros would actually seem like a wonderful mechanism for price discrimination.²² Why should anyone want to give this up?

17.3.2 Dependence of the economy on the foreign sector

Nevertheless, the question of what the implications of the euro are for Swiss monetary policy is of substantial interest. For Switzerland as a small country, the 'foreign sector', i.e. cross-border economic activities in trade and capital accounts, is very important. To convey an idea of orders of magnitude: in 2004, exports and imports of goods each exceeded 30 percent of gross domestic product (GDP), exports and imports of tourism services and exports of banking services each were in the order of 3 percent of GDP; net capital income from abroad amounted to roughly 11 percent of GDP, net capital exports to roughly 17 percent of GDP. By comparison to other countries, all these numbers are quite large. The foreign sector is significantly more important for Switzerland than for any one of the larger Member States of the European Union, let alone the European Union or Euroland as a whole.

Moreover, the foreign sector exhibits strong links to the euro area. In their study 'Optimal currency areas', Alberto Alesina, Robert Barro and Silvana Tenreiro suggest that Switzerland would actually be a natural candidate for

21 The suggestiveness of the picture is reinforced by the fact that, for Europe in 1940, one might have drawn a similar map. The same is, however, true of Europe in 1640, when the Swiss Confederation was the only state not involved in the Thirty Years' War. The map looks the same, but the underlying structure is different.

22 At the time of writing, machines selling tickets for local public transportation in the area of Berne did take euros – at a rate that is some 5 percent below its value in organised exchanges.

membership in the European Monetary Union, more so than some of the actual members of EMU.²³ Their suggestion is based on the observation that the share of Switzerland's trade with the euro area is very high and that, already in the 1960–1997 period, price and output movements were strongly correlated with price and output movements in Euroland, indeed significantly more strongly than with the United States or Japan. According to Alesina et al., the high trade share indicates that there is significant potential for gains from further specialisation under monetary union; the high price and output correlations indicate that there would not be much of a loss if the competence for macroeconomic stabilisation policies were shifted from the national to the European supranational level. Given that Switzerland has not shown much of a taste for Keynesian stabilisation policies, the latter concern is probably less relevant for Swiss policymakers than the notion that independence in monetary policy provides some protection against unwelcome changes in the overall monetary policy stance of Euroland. However, the numbers presented by Alesina et al. do highlight that the Swiss economy is extraordinarily inter-related with the economies of the euro area. The question as to how the Swiss foreign sector might be affected by European Monetary Union is therefore of major importance.

In discussing this question, one must distinguish between the effects of European Monetary Union and the effects of Switzerland being a small country with a great sensitivity to the 'foreign sector'. The latter played a role long before the European Monetary Union came into being and would still play a role if the European Monetary Union did not exist. For example, in Switzerland, there is significant public awareness of the exchange rate as a key price variable. This awareness is due to the fact that so much economic activity is seen as being affected by the exchange rate. The interest rate also plays a central role, but then, as Swiss interest rates – both real and nominal – are usually lower than interest rates elsewhere, the interest rate is usually not perceived as being offensive.²⁴ Wage rates, which play a central role in Germany, are not perceived as macroeconomic variables, because wage setting is quite decentralised.

In Switzerland, the exchange rate is the price variable that is most distinctly perceived as having a macroeconomic dimension and that gives rise to complaints about monetary policy. The virulence of such complaints does not

23 Alesina, Barro and Teneyro (2002).

24 The period around 1990, when short-term rates were unusually high, was the major exception and was very much experienced as such.

depend on the existence of the European Monetary Union. Long before EMU, in the 1971–1984 period, the Swiss franc was the currency that exhibited the highest rate of appreciation and the third highest volatility in the world, the latter behind the US dollar and the pound sterling.²⁵ Complaints about the exchange rate were such that, for a short while, in 1979–1981, the SNB felt compelled to target the exchange rate, rather than the money supply. In the twenty-five years since then, both the rate of appreciation and the volatility of the exchange rate have been lower.²⁶ However, the exchange rate has always played a central role in public discussion and in the thinking of the SNB.²⁷

17.3.3 Does EMU affect the exchange rate exposure of Switzerland?

How does the European Monetary Union affect the interplay between exchange rates, the Swiss economy and Swiss monetary policy? This question comes in three parts: first, in what sense are exchange rate movements affected by the European Monetary Union? Second, what does this imply for the Swiss economy? Third, what are the consequences for Swiss monetary policy, in normative as well as political-economy terms?

In addressing the first subquestion, it is important to appreciate that exchange rate movements involve a significant element of randomness. Even without any remarkable turbulences in currency markets, the past ten years have seen significant changes in market assessments and sizeable exchange rate fluctuations that defy theoretical explanation, roughly 5 to 10 percent up or down from one year to the next. In the post-Bretton Woods era, such exchange rate fluctuations have not been limited to short-run, day-to-day or month-to-month fluctuations, but have sometimes persisted over several years.²⁸ The appreciation of the dollar in the first half of the 1980s is one example, its depreciation in the mid-1990s and appreciation around 2000 are others.

The literature on excess volatility phenomena in asset markets suggests that such apparent randomness is a normal feature of any asset price; for exchange rates, this randomness may be reinforced by the fact that there is nothing like the calculation of discounted present values of asset returns which might serve as an anchor for expectations. Expectations are therefore more easily affected by the ‘story’ of the day. The same people who revel in the marvels of US capitalism or the growth potential of the US economy on one

25 Cf. Danthine and Lambelet (1987), p. 155.

26 Still, the Swiss franc was the currency that appreciated most over this period.

27 For contemporary contributions, cf. Capitelli and Buomberger (1990); Rich (1990); Schiltknecht (1990). A later account of this period is provided by Rich (2003).

28 For a recent survey, cf. Rogoff (2001).

day will fret about twin deficits the day thereafter – without ever doing the full analysis for either story.²⁹

Does the euro affect the vagaries of exchange rates? Three considerations seem relevant: first, the unification of currencies eliminates the diversification of nominal exchange rate risks that is naturally present when one is dealing with multiple currencies. As long as price movements differ across Member States, there is still significant diversity in *real* exchange rate movements. However, to the extent that price movements in Euroland will become more synchronised, this diversification of real exchange rate risks will disappear. There is some prospect, therefore, that over the medium run, the currency unification provided by EMU will provide Switzerland with a less highly diversified environment, for real, as well as nominal exchange rate risks.

Second, improvements in the governance of monetary policy and the commitment to monetary stability in Euroland have eliminated the prospect of turbulences of the sort that we have seen in past currency crises. This should perhaps not be attributed to European Monetary Union as such, but to the changes in attitude to monetary stability that I discussed above. However, it is difficult to separate these matters. Given that the European Monetary Union has improved the institutional infrastructure, one may as well treat this as an effect of the European Monetary Union.

Third, as discussed above, it seems likely that the ECB will simply pay less attention to the exchange rate and to other cross-border concerns than national central banks have done in the past. The term ‘benign neglect’ may come to describe the ECB’s attitude to the foreign implications of its policies and operations, just as it has described the attitude of the US Federal Reserve for a long time. Changes in the monetary policy stance taken in Frankfurt and the changes in interest rates and exchange rates that they induce may come to be more of a disturbing factor than they were at a time when the Swiss National Bank and the Bundesbank had parallel interests, at least *vis-à-vis* the US dollar.

17.3.4 Implications for the Swiss economy

Given these considerations, I expect that we shall see more of the sort of 5 to 10 percent swings from one year to the next in nominal exchange rates that we have seen over the past fifteen years, induced sometimes by ‘noise’ or

29 Either way, the ‘story’ of the day provides material for infotainment in the media that treat the daily advances and retreats of asset prices in currency exchanges or stock markets as if they were writing about football or baseball games and their impact on the annual league competition or pennant race.

by changes in ‘stories’ and expectations, sometimes by changes in the stance of monetary policy for one currency and by inflation differentials, and sometimes by changes in economic activities. These swings are not nearly as dramatic as the currency crises of the 1970s. However, their impact on the Swiss economy will be enhanced when price movements in Euroland become more synchronised and the reduction of diversification concerns real as well as nominal exchange rates.

A certain element of diversification will still be provided by the lack of synchronisation between developments in the United States and developments in Euroland. This is important because the foreign sector of the Swiss economy has a lot to do with the US dollar. The suggestion to the contrary in Alesina, Barro and Tenreyro is at least partly based on their looking only at the trade side of the foreign sector.³⁰ For the capital account, the US dollar is more important than the euro, with some variation from year to year, but no discernible downward trend.³¹ Switzerland’s activities as a financial centre, as an exporter of capital, and as a recipient of a substantial amount of capital income from abroad have more to do with the US dollar than with the euro.

Altogether, I do not see the European Monetary Union as having a major impact on the Swiss economy. Exposure to shocks coming from abroad should be roughly comparable to what it has been over the past fifteen years. The reduced diversification and the difference in monetary policy institutions can have some effects on the details of the patterns of the shocks, but the differences are likely to be small. After the creation of EMU, as before, Swiss firms have to live with the fact that every now and then, unforeseen events abroad have a substantial – adverse or favourable – effect on the conditions in which they are doing business. The SNB has to live with the fact that, when such events occur, the economic sectors that are adversely affected will complain, because in their view it is the National Bank’s task to manage the exchange rate and to insulate them from such shocks.

17.3.5 Implications for Swiss monetary policy

Should the National Bank take notice? On the surface, this question concerns the details of what variable should serve as short-run and intermediate targets of monetary policy, what instruments are available and how the in-

30 Alesina, Barro and Tenreyro (2002).

31 Thus, for 2004, the Swiss National Bank reports portfolio investments and bank loans of 51.4 billion Swiss francs in US dollars as opposed to 28.9 billion francs in euros; as for direct investments, in 2004, 13.5 billion francs went to Euroland and 11.7 billion francs to the Western hemisphere.

struments relate to the targets. According to an old prescription, the choice of intermediate target should depend on whether shocks to the economy are mainly nominal or real. With a prevalence of nominal shocks, in particular shocks to money demand, it is preferable to have a price variable as an intermediate target; with a prevalence of real shocks, it is preferable to have a quantity measure of 'the money stock' as an intermediate target. If we think of shocks coming from the foreign sector as being largely nominal, caused for instance by shifting expectations in exchange markets, this prescription would call for a price variable as the appropriate intermediate target. In other words, the central bank should take notice of shocks coming from abroad. The only question then would be, what is the appropriate price variable or the appropriate mix of price variables to be concerned about?

However, how do we know when shocks are purely nominal? Even if we have good reasons to believe that we have identified a shock as being nominal, could it not be correlated with a real shock that also needs to be taken into account? Recall the dilemma of Swiss monetary policy in 1990 and 1991. The high-interest-rate policies pursued by the United States, the United Kingdom and Germany put pressure on money markets and currency markets throughout the world, including the Swiss franc. Was this a nominal shock, to be balanced by an apparently restrictive monetary policy attuned to the reduction in the rest of the world's demand for Swiss francs? Or was this a real shock, as the concomitant recession in the United States and the United Kingdom reduced – and the German unification boom increased – foreign demand for Swiss exports? I suspect that, at the time, the SNB did not address the problem in these terms, preoccupied as it was with the domestic inflationary pressures that had resulted from its excessive liquidity creation in late 1987 and 1988.³² However, even if one gave top priority to the need to restrain inflation, the question of how much restraint was already being imported from abroad should have been highly relevant.

By now, traditional notions of interest rates or exchange rates as appropriate price variables to be concerned about when there are nominal shocks have been replaced by the notion of inflation targeting or inflation forecasting as being closer to the ultimate concerns of a policy devoted to monetary stability. Conceptually, this is again a price variable, albeit one that is not identified

32 According to Capitelli and Buomberger (1990), this excess liquidity creation itself was the result of a domestic nominal shock and might have been avoided if the SNB had paid more attention to exchange rates and interest rates. The contrary view is maintained by Rich (1990). Cf. also Rich's (2003, pp. 43–44) reference to monetary policy tightening as a way of countering "the attack on the Swiss franc" in 1992.

with any one market. The basic problem of how to assess the implications of a given exchange rate shock and how to determine whether the central bank should react is as relevant under inflation targeting as under any other regime, and is just as difficult to deal with.

*17.3.6 Competitiveness rhetoric and the political economy
of structural change*

In any case, one should beware of thinking about the problem solely in terms of the nature of shocks and the best technique for a stability-oriented central bank to be dealing with them. At a deeper level, the problem goes beyond these technical questions and concerns the overall governance of the Swiss economy, in particular, the mode of structural change.

For a long time now, one of the most vociferous complainers has been the Swiss tourism industry. Too high a value of the Swiss franc, they say, ruins the industry's ability to compete with tourism industries elsewhere, particularly Austria. However, as is often the case when an industry complains about the lagging competitiveness of 'the national economy' and refers primarily to itself, at least part of the story is a matter of shifting comparative advantage. The tourism industry had initially owed some of its prosperity and growth to the availability of cheap labour in overpopulated mountain valleys. By now, this labour is no longer cheap. A combination of increased mobility and economic progress in other sectors has provided labour with better opportunities elsewhere. The industry's need for adjustment is a natural consequence of this change, a result of competition with the Swiss banking, pharmaceutical and engineering sectors. The point is that an industry's 'competitiveness' is a matter of input as well as output markets. The success of the Swiss tourism industry depends not just on how it does relative to the Austrian tourism industry in competition for customers, but also on how it does in competition with other sectors of the Swiss economy in competition for labour. Its overall viability depends on the relation between pricing conditions in output markets and input markets. Exchange rate movements that worsen this relationship for the tourism industry can be a consequence of shifting comparative advantage, induced by an increasing competitiveness of firms in other sectors of the Swiss economy.

In this context, there is some danger in treating the exchange rate as a political price. An exchange rate that is seen as being set by policy, rather than by the market, will be the subject of politics. Firms whose competitive positions are strongly affected will complain about it without caring about such niceties as whether their experience reflects a nominal shock or a change in

comparative advantage. If the complaints are effective, structural change can be impeded, at least in the short run; in the medium and long run, the adjustment will probably occur anyway as the more successful domestic industries bid input prices further up. The complainers' margins are then squeezed by wage increases, rather than the appreciation of the nominal exchange rate. When comparative advantage shifts from one sector to another, domestic inflation and the change in the real exchange rate that it induces can be as merciless a force for structural change as an appreciation of the nominal exchange rate. However, in the process, the economy suffers from the inflation.

Even more importantly, the economy would suffer from the development and possible entrenchment of attitudes assigning the responsibility for the economic successes and failures of individual firms and industries to the institutions of monetary policy or, more generally, to the government, rather than to the parties in question. Such attitudes would undermine the notion of self-reliance as one of the mainsprings of economic prosperity.

17.3.7 Does Switzerland's role as a rentier affect the political economy of structural change?

By comparison to other countries, for Switzerland, the political economy of structural change in response to shifts in comparative advantage is complicated by the fact that, to some extent, the shift is due to returns on capital. Institutions and individuals from Switzerland are major investors in the rest of the world. The returns that they earn on their investments are a major item in the Swiss current account. At 11 percent of GDP in 2004, net capital income from abroad was exceptionally high – and is likely to rise even more.³³ At 17 percent of GDP, capital exports were higher still. However, unless Switzerland wants to make a free gift of goods and services to the rest of the world, there will have to be a time when capital exports fall short of net capital income from abroad. At that time, net capital income from abroad will be at least partly matched by a deficit in the trade balance, i.e. exports of goods and of labour-based services must fall short of imports. After all, capital exports and the net outflow of goods and services that they require represent just one side of an intertemporal exchange; the other side is represented by subsequent net capital income

33 The long-term significance of this factor has already been pointed out by Danthine and Lambelet (1987), p. 155. It is tempting to speculate that the long-term real appreciation of the Swiss franc that we have seen, which seems to be in conflict with any theories of purchasing power parity or of (uncovered) interest parity, might be a reflection of this development.

from abroad and by the net inflow of goods and services for which this income provides.³⁴

When the other side of the intertemporal exchange involved in capital exports comes home to roost, some firms and industries in Switzerland will find that, at least in relative terms,³⁵ they are losing ground to foreign competitors. If they identify the exchange rate as a proximate cause of their difficulties, we can again expect them to complain. However, this is an instance of structural change induced by intertemporal exchange, with a shift in comparative advantage towards the earning of returns on capital, rather than any other active production. Political discussion about this change is likely to be quite different from previous instances. The 'rentiers' who receive the net income from abroad may be just as hostile as any firm to seeing the currency appreciate. After all, an appreciation of the Swiss franc relative to other currencies devalues their holdings abroad, which, for the most part, are not denominated in Swiss francs. Even though these rentiers are more dispersed and presumably less well organised than an industrial lobby, they should not be underestimated as a potential political force. Given the immediate relevance of the exchange rate for their real incomes, they may well contribute to a public perception that the exchange rate is, or ought to be, a political price.

17.4 Financial stability and the lender of last resort: does EMU make a difference?

A discussion of the implications of the European Monetary Union would not be complete without a consideration of the role of the central bank as a lender of last resort. Under the home-country principle, banking regulation and banking supervision are purely national concerns. The potential lender of last resort, however, is a supranational institution. One may wonder how these things go together.

34 Cf. Bulow and Rogoff (1989). Under the assumption that expected present values of net capital exports and of net capital income from abroad over all future periods are finite, their argument implies that, if a country begins by exporting capital, there has to come a time when the expected present value of net capital exports over all future periods must be less than the expected present value of net capital income from abroad over all future periods. As shown by Hellwig and Lorenzoni (2003), the assumption that expected present values are finite is restrictive, but even if this condition breaks down, intertemporal exchange involves a quid pro quo under which periods of net resource flows in one direction are followed by net resource flows in the reverse direction.

35 In absolute terms, there need not be a decline. The high level of wealth that generates the desire to consume some of the net capital income from abroad could also support a high level of domestic demand. The argument is akin to Ohlin's critique of Keynes on the transfer problem.

From the Swiss perspective, this question is important because the financial sector in Switzerland is large and transcends national borders. Switzerland is home to two of the world's largest financial institutions (they used to be three!); the country also hosts affiliates of practically every financial institution that aspires to play an international role. Financial services are a major export industry. Financial institutions in Switzerland are very much interrelated with financial institutions elsewhere, in particular with financial institutions in Euroland. Financial stability in Switzerland is thus closely tied to financial stability in Euroland.

17.4.1 Problems in banking as a potential problem for the economy

Given the size of the Swiss banking sector, problems in this sector are problems for the whole economy, even more so than in other countries. Switzerland had a taste of such problems in the early 1990s, when high interest rates and an inverted yield curve combined with poor loan performance and a downturn in real estate markets to put the banking sector in a difficult situation, including a full-fledged crisis of regional and cantonal banks with poorly diversified activities. The stagnation of the Swiss economy in these years, with GDP declining 1 percent from 1990 to 1991 and then remaining constant for the next three years, must be at least partly ascribed to the fact that banks were not in a position to lend as freely as they had done in better years. Financial sector employment shrank by more than 10,000 people, some 5 percent of the overall decline in employment.

Yet the banking crisis and the recession of the early 1990s in Switzerland were comparatively mild. Open bankruptcies of banks could for the most part be avoided by having the failing banks taken over by one of the big banks.³⁶ The big banks were in a better position than the regional and cantonal banks because they were better diversified. High interest rates, poor loan performance and depressed real estate markets caused problems for them as well, but they could compensate their losses in traditional banking activities in Switzerland by profits from their securities and trading activities internationally, in particular in derivatives. These profits provided a buffer not just for the big banks, but for the banking system as a whole, which the big banks were able to support in a time of stress.

To get an idea for what a full-fledged banking crisis can mean for a small, highly developed economy, one must look at the experience of the Scandinavian countries in the early 1990s. The recession of the late 1980s/early

36 The exception was Spar- und Leihkasse Thun in 1990. Cf. chapter 7.3.3.

1990s, which hit most OECD countries, was particularly pronounced in the Scandinavian countries, where it was accompanied by banking crises. Thus in Sweden, unemployment went from 1.4 percent in 1990 to 9.4 percent in 1994. Real GDP declined by 5 percent from 1991 to 1993.³⁷ Although, to some extent, this downturn can be attributed to the Riksbank's defending the currency by a policy involving exorbitant interest rates (with call money rates at 500 percent p.a.), there is a consensus that the banking crisis played a major role as two out of five large banking institutions, as well as many finance companies, became insolvent and company lending was drastically reduced. Between 1990 and 1993, bank lending in Sweden declined by 21 percent, and private investment by 35 percent.

From the Swiss perspective, it is instructive to look at orders of magnitude. Including provisions for future losses on loans that were still performing, total loan losses of Swedish banks amounted to 75 billion Swedish kronor, roughly 5 percent of GDP, in 1992. Cumulatively, over the 1990–1993 period, they amounted to 17 percent of total bank lending, or 165 billion Swedish kronor.³⁸ During this period, bank profits excluding loan losses were roughly constant at 25 to 30 billion Swedish kronor per year. When the Swedish government stepped in to save the banks (though not the banks' owners), it had to put up some 65 billion Swedish kronor, or 4 percent of GDP, in additional funds; as a result, its overall deficit rose to 12 percent of GDP in 1993. A significant part of this aid was later recovered through asset sales, dividends and privatisations,³⁹ but in the short run, the support of the banks crippled the Swedish government's finances, eliminating any scope for active fiscal policy in what turned out to be the sharpest recession since the Great Depression.

Turning from Sweden to Switzerland, I note that, in 2004, GDP was 446 billion Swiss francs; total government spending, 53 billion Swiss francs. In that year, UBS listed total assets of 1,737 billion Swiss francs, and Credit Suisse total assets of 1,089 billion Swiss francs, i.e. these two institutions alone had total assets that were more than 500 percent of GDP. As these institutions have pursued their diversification and internationalisation strategies, the role of bank lending has been reduced, but even so, their total lending in 2004 amounted to 416 billion Swiss francs. In relation to the Swiss economy and the Swiss government budgets, both of these institutions are much larger than the largest Swedish banks were in the 1990s.

37 The following account is based on Englund (1999).

38 According to Englund (1999), bank lending was at 354 billion Swedish kronor in 1985 and grew 174 percent from 1985 to 1990.

39 Even so, the final cost to the taxpayer is estimated at 35 billion Swedish kronor.

If ever these institutions were to go through an experience like that of the Swedish banks in the early 1990s, the government would find it that much more difficult and burdensome to try and save the country from the fallout of the crisis. Indeed, it is doubtful whether a performance like that of the Swedish government would even be feasible. While to date, we are used to thinking of some banks as being ‘too big to fail’, because the government is unwilling to face the consequences of letting them go under, the Swiss banks may in fact be ‘*too big to be rescued*’ in the sense that, even as it tries to rescue them, the government would be crippled by the task.

If one thinks of bank failures and banking crises as resulting from the reckless behaviour of bank managers, encouraged by explicit or implicit state guarantees, the discrepancy between the size of financial institutions in Switzerland and the size of the overall economy contains a reassuring element. The managers in charge of the major financial institutions are unlikely to have any illusions about the ability of their country to rescue these institutions in a crisis. Indeed, this awareness may have contributed to their being among the most advanced institutions in applying modern techniques of risk management and risk control.

17.4.2 Systemic aspects of risk in banking and finance

However, a bank’s exposure to risks is not always due to recklessness motivated by a reliance on a too-big-to-fail policy of the government. Sometimes recklessness is motivated by individual incentives of a person in an organisation, sometimes the risks in question are underestimated, and sometimes it is not even possible to have a reliable estimate of what the risks might be. Underestimations of risks seem to have been important as a reason for excessive lending to sovereign states in the late 1970s and to small firms and real estate in the late 1980s. The underestimations were probably reinforced by herding effects and their implications for the incentives of individuals. At the time, even people who had misgivings may have refrained from speaking up for fear of being branded as outsiders who were not really ‘with it’. Personal incentives play an even greater role when individual career prospects depend on delivering profits – and risk-taking provides the prospect of earning large profits with some probability.⁴⁰

40 An example is provided by the old Union Bank of Switzerland, where Mathis Cabiallavetta rose to the top at least partly on the strength of profits from derivatives trading. In charge of risk control as well as trading, he had insufficient incentives to look closely enough at what his derivatives traders were doing; in the Asian crisis of 1997, the bank suffered the consequences when profits turned into losses amounting to more than 600 million Swiss francs. Cf. Schütz (1998).

Sometimes, however, even diligent risk managers will be unable to assess the risks to which their institutions are exposed. A major difficulty is posed by risk correlations, which can be hard to measure because they can vary by the day or the week. Thus a major question for any risk-shifting contract is to what extent the counterparty credit risk is correlated with the underlying risk that the contract is ostensibly shifting to the counterparty. A bank that makes a fixed-interest loan and that uses an interest rate swap to hedge the interest rate risk is still exposed to the counterparty credit risk that its partner might be unable to perform if short-term rates go up and the counterparty should be paying a lot. In the Thai crisis of 1997, international banks that had made dollar loans to Thai banks that made dollar loans to Thai firms found that the risk of a devaluation of the baht against the US dollar was not effectively hedged: When the baht was devalued, the firms whose customers in Thailand were paying in baht found themselves unable to service their debts and went under – as did the Thai banks whose loan clients had become insolvent.⁴¹

Correlations between counterparty credit risks and other risks are practically impossible to assess with any satisfactory degree of reliability. As illustrated by the Thai example, the position of one's own counterparty in turn depends on the counterparty's counterparties and so on, i.e. on the whole network of contracts. Examples like Baring Brothers or Orange County in the mid-1990s show that any one of these counterparties' positions can change in a matter of days or weeks. Even for the parties that are involved, it hardly seems possible to assess these changes in a timely manner as they occur.

The problem is further complicated by the interrelation of institutions with asset markets. In the LTCM affair of 1998, the Federal Reserve intervened mainly because it was afraid of domino effects that might occur if LTCM were forced to liquidate its assets; bond prices would drop, and the drop in bond prices would affect the solvency of other institutions.⁴² From an *ex ante* perspective, the challenge for risk management would be to assess the risks of changes in market prices that might be caused by failing institutions, perhaps also to assess the counterparty credit risks that might arise because the parties with whom one is contracting might be exposed to such risks of changes in market prices that might be caused by failing institutions, and so on.

Given this level of complexity of counterparty credit risks in the financial system, one is bound to have some sympathy for the practitioner who claims

41 For an account of this problem that predates the Asian crisis, cf. Hellwig (1995).

42 For an account of an instance where such domino effects through markets did occur, cf. Schnabel and Shin (2004).

that risks from systemic interdependence cannot be handled by risk management at the level of the individual institution, but must be left to be handled by the central bank as the lender of last resort.⁴³

17.4.3 Prerequisites of timely, effective and sustainable policy intervention

However, we should not think of the central bank as a *deus ex machina*, whose mere appearance on the scene is sufficient to put things right and avert a systemic crisis. To be successful, the central bank's intervention must be timely, effective and sustainable. None of these properties can be taken for granted.

To be *timely*, central bank intervention must occur *before* a bank failure, or even the rumour of an impending failure, has put markets into a state of panic. However, the central bank must also beware of intervening prematurely, at a time when private solutions to existing problems are still available; otherwise, it risks raising the moral hazard that is associated with any too-big-to-fail doctrine. To be *effective*, central bank intervention must be attuned to the problem at hand. In some instances, it may be appropriate to intervene by trading in the open market, as was the case in the United States in 1990, when the turnaround in monetary policy lowered interest rates and enabled commercial banks to rebuild their equity by playing the yield curve. On other occasions, it may be necessary to target the intervention to a particular institution, as was the case for Continental Illinois in 1984 or LTCM in 1998.⁴⁴ To be *sustainable*, the intervention must be within the central bank's means and must be perceived as such. In Germany in 1931, the Reichsbank's policy of providing rediscounting to the Danat Bank even when it was insolvent was not sustainable because, in the event of the run on the Reichsmark, the Reichsbank ran up against the legally mandated coverage requirements for its currency issue.⁴⁵ In the Swedish crisis of the early 1990s, the government's intervention to rescue the banks would not have been possible if Sweden had been subject to the Stability and Growth Pact, and if the Pact had been strictly enforced.

Timeliness, effectiveness and sustainability of an intervention to avert a systemic crisis require a significant amount of cooperation and coordination

43 Wuffli (1995).

44 Whether the LTCM intervention should be treated as a central bank intervention at all is a matter of dispute. After all, the Federal Reserve's role was merely to get private institutions to provide a rescue package for LTCM. However, it is hard to imagine the Fed's having taken this role without at least an implicit commitment as to what it would do if systemic developments were to go against the parties whose cooperation it was mobilising.

45 Cf. Schnabel (2004).

among the different institutions that are involved. In the first instance, the central bank as lender of last resort must be well informed about the situation. It must have a clear idea about the reality behind the numbers in the banks' books. It must also have some appreciation of the potential externalities of a bank's failure on other institutions and on markets. In most countries, this information tends to lie with the bank supervisors and is available to the central bank only to the extent that the two institutions cooperate.

For effectiveness and sustainability, there must also be no question about the central bank's competence to intervene and about the allocation of the cost of intervention. This requires some agreement with the government, more precisely, the minister of finance. If the central bank wants to avoid losing control over its monetary policy, there must be some understanding that the monetary effects of the intervention will be sterilised and that the cost will be assumed by the government, as an explicit burden on the taxpayer, rather than an implicit one, through the inflation tax. If there is any disagreement – or even delay in agreement – on this point, the appropriate opportunity for intervention may be lost. Subsequent attempts to repair the damage may be less effective and more expensive.

For financial institutions that operate internationally, the problem of ensuring the timeliness, effectiveness and sustainability of public intervention to avert a systemic risk concerns multiple central banks, multiple banking supervision authorities and multiple ministers of finance. Their cooperation is needed to establish the requisite transparency as to the actual state of the different financial institutions and of the financial system as a whole. Their cooperation is also needed to allocate responsibilities and to provide support to the institutions of any one country, lest there be any doubt in the market as to whether the country is able to handle its part of the crisis.

17.4.4 Banking supervision and financial crisis management in Euroland

In Euroland, the problem of ensuring the timeliness, effectiveness and sustainability of public intervention to avert a systemic risk is compounded by the fact that banking supervision and central banking have different geographic domains. Whereas central banking has become supranational, banking supervision remains in the domain of the Member States. Each financial institution is supervised by the supervisory authorities of its own 'home country'. Supervision takes place under national laws and regulations.

National laws and regulations must conform to the relevant European directives, which provide for some harmonisation of rules, as well as a general principle of mutual recognition of 'home country' regulation and super-

vision. European directives are proposed by the European Commission and approved by the Council. Once a directive has been approved, each Member State is legally bound to implement it. Within each Member State, responsibility rests with the minister of finance.

The actual organisation of supervision differs across Member States; in some Member States, banking supervision is performed by the central bank, in others, it is performed by a special bank supervisor, in others still, it is performed by an integrated financial services supervisor. As a rule, bank supervisors are not independent and must take orders from their finance ministers, even in countries where banking supervision is done within the central bank.⁴⁶ The practical implications of this rule differ across countries, depending on the extent to which the country's political culture involves a tradition of respect for professionalism in specialised authorities.

Given the fragmentation of financial supervision in the European Union, the question of how to ensure the degree of coordination and cooperation among authorities that is needed for the Single European Market in banking and finance to work has been a matter of major concern. In two reports, one on financial stability and one on financial crisis management, the Economic and Financial Committee⁴⁷ has investigated this question and issued a number of recommendations. These reports were endorsed by the Council and formed the basis of two Memoranda of Understanding concerning cooperation in crisis situations, a first one concluded in 2003, which involved the different bank supervisors and central banks,⁴⁸ and a second one concluded in 2005, which brought in the finance ministers as well.⁴⁹

The Economic and Financial Committee's Report on Financial Crisis Management stressed the importance of having timely and sufficient information for identifying and handling financial crises, defined as situations in which one or more financial institutions are unable to meet their obligations, with possible repercussions for the rest of the financial system.⁵⁰ The report also stresses the need to identify beforehand which authority is responsible

46 The independence that national central banks are given by the Maastricht Treaty covers only the functions they have in the European System of Central Banks.

47 Created by the Maastricht Treaty, the Economic and Financial Committee has the task of reviewing the economic and financial situation of the Member States and reporting regularly to the Council and the Commission (Art. 114). It consists of representatives of the Member States, of the Commission and of the ECB. Cf. Economic and Financial Committee (2000, 2001).

48 European Central Bank (2003a).

49 Council of the European Union (2005).

50 Economic and Financial Committee (2001), p.9.

for effective coordination and for decision-making, arguing that, in the case of banks, securities firms or insurance companies, it is natural to assign this role to the “supervisor who exercises consolidated supervision”, and calling for an agreement on who is to fill this role in the case of a financial conglomerate.⁵¹ Whereas private sector solutions are to be given precedence, the report recognises that, sometimes, public sector intervention may be necessary. In some cases, this may take the form of emergency liquidity assistance from the central bank. According to the report, emergency liquidity assistance in Euroland “is primarily a national responsibility and national arrangements continue to apply” and “[...] mechanisms are in place to ensure that any potential liquidity impact [...] can be managed in a way consistent with the maintenance of the appropriate monetary policy stance”.⁵² The report further recognises that, in exceptional circumstances, more drastic support measures may be needed, from the support of deposit insurance funds to outright government intervention in restructuring and recapitalising ailing institutions.⁵³ Winding down the troubled institution is of course also a relevant alternative; in this case, authorities are faced with the problem of minimising the fallout on the rest of the financial system.⁵⁴

According to the public announcements that were made,⁵⁵ the Memoranda of Understanding provide principles and procedures for cooperation between the participating institutions. In particular, they serve to identify the authorities responsible for crisis management and provide the basis for sharing information between authorities, specifying the required flows of information and the practical conditions for cross-border information flows, and setting up the logistical infrastructure to support this cross-border cooperation.

17.4.5 Concerns about the viability of arrangements in Euroland

The assignment of tasks between national supervisors, national central banks and the ECB that is sketched in the preceding account reflects the different institutions’ interests. As financial crises are identified with the difficulties of individual institutions and responsibilities are assigned to national supervisors, national central banks and national governments, the ECB is moved to the background, if not kept out of the picture altogether. This

51 Economic and Financial Committee (2001), p. 17.

52 Economic and Financial Committee (2001), p. 23.

53 Ibid.

54 Economic and Financial Committee (2001), p. 24.

55 The Memoranda themselves are not public information.

arrangement preserves national prerogatives over banking supervision. It also has the potential to protect the ECB from the adverse incentive effects of private institutions taking support from the lender of last resort for granted, as well as the danger of having monetary policy corrupted by the need to deal with developments in the financial sector where the ECB has no say.

However, I have serious doubts about the viability of the arrangement. The Report on Financial Crisis Management is silent on some issues that might mar the tidiness of the picture. Yet these very issues are at the centre of potential conflicts that may be the cause of frictions in the management of a crisis by the public sector authorities that are involved.

First, the Report on Financial Crisis Management is silent on what is to happen if emergency liquidity assistance to a troubled institution transcends the capacity of a national central bank for independent action within the Eurosystem. The question of whether emergency liquidity assistance might or should be a task for the ECB is thus avoided. However, if the financial institution in question is sufficiently large, or if the institution's difficulties can spill over onto other institutions, this is bound to become an issue. On assistance measures that go beyond the provision of support by a single central bank, the report contains only the somewhat cryptic sentence: "In addition, in case of a general liquidity crisis, the instruments and procedures identified for the single monetary policy and payment systems will be available to the Eurosystem to cope with the situation."

This begs the question of whether the crisis of a large institution that transcends the means of that institution's national central bank is deemed to be a 'general liquidity crisis'. If the issue ever arises, the ECB will find it difficult to resist a call for assistance. Could it be that the report avoids this issue because an acknowledgement of the need to rely eventually on assistance from the ECB, as well as the national central bank, might generate demand for greater involvement and more say at a prior stage? If so, is there not a danger that the inherent conflict between national and supranational competence, which had not been resolved beforehand, might end up delaying the requisite supportive actions in a crisis? Having an unresolved issue and an unresolved conflict seems like a poor basis for ensuring that central bank intervention will be timely, as well as effective.

One might argue that some ambiguity about the prospects of central bank intervention in a crisis is healthy because it induces participants to be more careful. This argument confuses the ambiguity that exists in the minds of market participants with the ambiguity that exists in reality, because important issues surrounding the intervention have not been settled beforehand.

Undoubtedly, there is some benefit in having market participants harbour some doubt as to whether the central bank will really bail them out in a crisis. However, the doubts should concern the central bank's strategy, rather than the central bank's capability. The central bank should have the capability to intervene in a timely, effective and sustainable manner if it finds that the crisis is really dangerous. Impeding such an intervention by having an unresolved conflict seems like a poor way to induce healthy ambiguity, especially if one considers that, as explained above, at least some systemic risks transcend the risk management capabilities of individual institutions.

A second issue concerns the distinction between illiquid and insolvent banks. This distinction is crucial for the distinction, which is stressed in the report,⁵⁶ between emergency liquidity assistance and the provision of new risk capital. However, experience tells us that, in practice, it is often not possible to distinguish between an institution that is merely illiquid and an institution that is insolvent. For one thing, the value of the institution's assets can depend on whether they have liquidated or not. For another, the values at which, e.g. loans are carried in a bank's books, may not have been fully adjusted to recent adverse developments. The information that is required to assess whether an institution is solvent may not exist, and even if it does exist, it may not be available. In practice, therefore, it will not be easy to properly draw the boundary between the provision of liquidity assistance by the central bank and the provision of new capital from public funds.

This question, too, stands at the centre of a potential political conflict. If a finance minister has an interest in reducing the budgetary burden of public intervention, he may want to hold on to the notion of a liquidity crisis for as long as possible, asking the system of central banks to provide liquidity assistance. This temptation is also present in a single country that has its own currency. In Euroland, however, it is enhanced by the fact that the costs of central bank intervention in terms of increased inflation, or merely a changed monetary stance, are likely to be borne at least partly by the rest of Euroland. Moreover, the Stability and Growth Pact may strengthen the desire to avoid a fiscal crunch if at all possible.

Given the temptation to delay an acknowledgement of solvency problems, the finance minister, or political authorities more generally, may want to delay downward corrections of asset values in the portfolios of troubled institutions. A finance minister may even use his authority over bank supervisors for this purpose. If this happens, the information that is being shared between

⁵⁶ Economic and Financial Committee (2001), p. 22.

institutions may not be what is needed to deal properly with the situation. Lest it be thought that this is groundless speculation, it is worth recalling that unrealistic valuations of assets in the portfolios of troubled institutions were a hallmark of political dealings with the savings and loans sector in the United States in the early 1980s, of the Japanese approach to their banking crisis in the entire 1990s, of *Crédit Lyonnais*, and, more recently, in 2003, of the German finance minister's intervention exempting life insurers from the need to apply strict mark-to-market accounting to common stocks whose prices had drastically fallen. In this context, it is particularly disquieting to note that the public announcement of the 2005 Memorandum of Understanding, which brings in the finance ministries, is quite explicit about the fact that this is a non-legally binding document.

17.4.6 Implications for Switzerland

From the perspective of Switzerland, the international financial centre with close ties to financial institutions all over Euroland, these considerations are anything but reassuring. The manifold linkages of financial institutions in Switzerland with financial markets and financial institutions in other countries imply that any crisis of systemic dimensions in another country can have systemic repercussions for Switzerland. Switzerland thus has a natural interest in the viability of crisis prevention and crisis management elsewhere, in particular, in Euroland, its neighbour on all sides. If existing arrangements for financial crisis management leave doubts on this account, this must be a cause for worry.

Beyond the general concern that any weakness of financial crisis management in Euroland has negative externalities for other countries, there must also be practical concerns about coordination. Any financial crisis that affects financial institutions in Switzerland gives rise to a need for information exchange, coordination and cooperation between the Swiss authorities, i.e. the Banking Commission and the SNB, and their counterparts across the border. If an intervention by the Swiss authorities is called for, the timeliness, effectiveness and sustainability of the intervention are likely to depend on this.

Such cooperation is subject to frictions even when the partner across the border is a single country with national authority over central banking, as well as banking supervision. In the case of Euroland, however, there could be additional frictions: first, as explained above, national authorities may have an incentive to delay the acknowledgement of solvency problems. This impairs the reliability of information exchange, not just with EMU partners, but also with other countries. Second, in cases where the provision of liquidity

assistance transcends the capacity of a Member State's central bank, the role of a lender of last resort is up in the air. This raises the question of who the proper partner would be for coordinating central bank interventions in such a crisis. If the crisis transcends the capacity of a single Member State, the ECB would seem to be the only institution that could serve as a lender of last resort. As yet, however, it is politically incorrect to think of the ECB in these terms. This makes me wonder about the viability of the coordination of the central banks' interventions in such a crisis, as well as the timeliness and effectiveness of the intervention itself.

Archived sources

Council of the European Union (2005), Memorandum of Understanding on co-operation between the banking supervisors, central banks and finance ministries of the European Union in financial crisis situations, Press Release, 14 May, http://www.eu2005.lu/en/actualites/documents_travail/2005/05/14ecofin_mou/.

Council Regulation (2003), Council Regulation (EC) No 1/2003 of 16 December 2002 on the implementation of the rules on competition laid down in Articles 81 and 82 of the Treaty, http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_001/l_00120030104en00010025.pdf.

Economic and Financial Committee (2000), Report on financial stability, European Commission, *Economic Paper*, 143, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_papers/economicpapers143_en.htm.

Economic and Financial Committee (2001), Report on financial crisis management, European Commission, *Economic Paper*, 156, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_papers/economicpapers156_en.htm.

European Central Bank (2003a), Memorandum of Understanding on high-level principles of co-operation between the banking supervisors and central banks of the European Union in crisis management situations, Press Release, 10 March, http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030310_3.en.html.

European Central Bank (2003b), Opinion of the European Central Bank of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe, *Official Journal of the European Union*, 2003/C 229/04, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_22920030925en00070011.pdf.

European Central Bank (2003c), Letter of 26 November to the President of the Council of the European Union, on the introduction of a new article into the Constitution to allow for the amendment of the ESCB's basic constitutional rules by a simplified procedure, Press Release, 27 November, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr031127.en.html>.

European Commission (2003), A Constitution for the Union, COM(2003) 548 final, Opinion of the Commission, pursuant to Article 48 of the Treaty of the European Union, on the Conference of representatives of the Member States' governments convened to revise the Treaties, http://europa.eu.int/constitution/futurum/documents/other/oth170903_2_en.pdf.

References

Alesina, A., R. J. Barro and S. Tenreyro (2002), Optimal currency areas, *NBER Working Paper Series*, 9072.

Baltensperger, E. (1999), Monetary policy under conditions of increasing integration (1979–96), in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 439–523.

Bernholz, P. (1999), The Bundesbank and the process of European monetary integration, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 731–789.

Bernoth, K., J. von Hagen and L. Schuknecht (2004), Sovereign risk premia in the European government bond market, *ECB Working Paper Series*, 369, Frankfurt am Main: European Central Bank.

Branson, W. (1987), Discussion on O. J. Blanchard, Reaganomics, *Economic Policy*, 5, pp. 48–52.

Bulow, J., and K. Rogoff (1989), Sovereign debt: is to forgive to forget?, *American Economic Review*, 79 (1), pp. 43–50.

- Capitelli, R., and P. Buomberger (1990), Zur Geldpolitik der achtziger Jahre: Einige grundsätzliche Überlegungen, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 126 (4), pp. 535–551.
- Danthine, J. P., and J. C. Lambelet (1987), The Swiss recipe: conservative policies ain't enough, *Economic Policy*, 5, pp. 147–179.
- Englund, P. (1999), The Swedish banking crisis: roots and consequences, *Oxford Review of Economic Policy*, 15 (3), pp. 80–97.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung* (1992), Die Europäische Währungsunion führt zur Zerreißprobe, 11 June.
- Hagen, J. von (1999), A new approach to monetary policy (1971–8), in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 403–438.
- Hellwig, C., and G. Lorenzoni (2003), *Bubbles and Self-Enforcing Debt*, Los Angeles: University of California, <http://www.econ.ucla.edu/people/papers/Hellwig/Hellwig229.pdf>, mimeo.
- Hellwig, M. (1995), Systemic aspects of risk management in banking and finance, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 131 (4/2), pp. 723–737.
- Hellwig, M., and M. J. M. Neumann (1987), Economic policy in Germany: was there a turnaround?, *Economic Policy*, 5, pp. 105–140.
- Neumann, M. J. M. (1999), Monetary stability: threat and proven response, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 269–306.
- Rich, G. (1990), Capitelli and Buomberger zur schweizerischen Geldpolitik: Der Wechselkurs als Deus ex machina?, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 126 (4), pp. 553–565.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary policy targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Rogoff, K. (2001), The failure of empirical exchange rate models: no longer new, but still true, *Economic Policy Web Essay*, 1 (1), <http://www.economic-policy.org/pdfs/responses/Kenneth-Rogoff.pdf>.
- Sapir, A., P. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, J. Vinals and H. Wallace (2004), *An Agenda for a Growing Europe: The Sapir Report*, Oxford: Oxford University Press.
- Schiltknecht, K. (1990), *Zur aktuellen Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank – Ein Overkill?*, Zurich: BZ Trust, Aktiengesellschaft.
- Schnabel, I. (2004), The German twin crisis of 1931, *Journal of Economic History*, 64 (3), pp. 822–871, pp. 877–878.
- Schnabel, I., and H. S. Shin (2004), Liquidity and contagion: the crisis of 1763, *Journal of the European Economic Association*, 2 (6), pp. 929–968.
- Schütz, D. (1998), *Der Fall der UBS*, Zurich: Weltwoche-ABC-Verlag.
- Vaubel, R. (1987), Comment on M. Hellwig and M. J. M. Neumann, Economic policy in Germany: was there a turnaround?, *Economic Policy*, 5, pp. 141–143.
- Vaubel, R. (2001), *Europa-Chauvinismus: Der Hochmut der Institutionen*, Munich: Universitas.
- Wuffli, P. (1995), Comment on Professor Hellwig, Systemic aspects of risk management in banking and finance, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 131 (4/2), pp. 739–740.

18 International monetary and financial architecture in an integrating world economy¹

ALEXANDER K. SWOBODA

18.1 Introduction

The expression ‘international financial architecture’ and the need to strengthen it came into vogue in the wake of the Mexican and Asian crises of the 1990s.² The ‘financial architecture exercise’, as Peter Kenen characterised it,³ was very much concerned with the prevention and resolution of these and similar potential future crises. This paper takes a different approach, examining the broader issue of the evolution, present state and prospects of the architecture of the international monetary as well as financial system. It thus harks back to what used to be called the reform of the international monetary system, before ‘architecture’ became the new buzz word. This, indeed, is too vast a topic to be treated exhaustively in a single paper – or book for that matter. Our survey will thus of necessity be selective.

To set the stage, this paper begins with a brief reminder of the functions of the international monetary and financial system (IMFS) and of the way in which these functions have been discharged since the return to current account convertibility by the major industrialised countries in 1958/1959. It then asks, in section 18.2, how today differs from yesterday and how tomorrow is likely to differ from today. Increasing economic integration on all fronts is perhaps the most striking evolution in this context. The implications for a number of issues ranging from appropriate exchange rate regimes to international policy coordination and the role of the International Monetary Fund (IMF) and its governance are taken up in section 18.3. A last section concludes.

- 1 The author would like to thank, without implicating, Hans Genberg, Ulrich Kohli and Umberto Schwarz for their comments and suggestions. The final version of the paper was completed while the author was a Houblon-Norman-George Fellow at the Bank of England.
- 2 Kenen (2001) attributes the expression ‘strengthening the architecture of the international financial system’ to the title of a speech delivered by Robert Rubin in 1998.
- 3 Kenen (2001).

18.2 Functions and evolution of the IMFS

18.2.1 *Functions of the IMFS*

Put simply, the role of the international monetary and financial system is, or should be, to facilitate the exchange of goods and services according to comparative advantage at a point in time, and of assets over time (to enable capital to flow from where it is abundant to where it is scarce); and to do this without generating instabilities of its own – and in a manner that is broadly acceptable to the actors in the system, if only so that they do not opt out of it. These are the familiar requirements of ensuring efficiency, stability and equity. Money and finance should thus be the servants of trade and efficiency, and not their master. This precept is reflected both in the classical prescription that, in a well-functioning environment, money should be neutral (act as a veil) and in the first of the Articles of Agreement of the IMF, which emphasises current account convertibility as a primary goal and function of the institution.

The structure of the international monetary and financial system reflects a host of factors, historical, political and technological as well as economic. It is made up of various sets of conventions, explicit and customary rules and regulations, and institutions. These in turn are a function of existing tastes, endowments and technologies – to use the jargon of international trade theory. Combined, they determine a number of key and interrelated economic and political features of the system: the trade regime, the capital flow regime, the exchange rate regime together with the currency power structure, and the governance structure of these regimes. The resulting system is thus the outcome of a complex set of factors, rather than the result of the deliberate design most often associated with the idea of architecture.

18.2.2 *The Bretton Woods system*

The closest the international monetary and financial system has come to being the result of planning, rather than of a process of historical evolution and accident, is probably the Bretton Woods system as it was envisaged by its architects in 1944. Even in that case, the outcome owed much to the past and to events that occurred between the beginning of the IMF's operations in 1947 and the return to current account convertibility of the currencies of the major industrialised countries at the end of 1958. The basic shape of that design is well known. Efficiency of trade in goods and services was to be served by eliminating exchange restrictions on current account transactions and by liberalising trade barriers under the aegis of the General Agreement

on Tariffs and Trade. In contrast, controls on capital flows were allowed, to avoid short-term swings, which were perceived as speculative and disruptive on the basis of interwar experience. The longer-term need for capital flows for development and especially for the post-war reconstruction of Europe was to be satisfied through the operations of the International Bank for Reconstruction and Development, now known as the World Bank. Stability was to be provided by the fixed but adjustable exchange rate regime enshrined in the IMF Articles of Agreement: maintaining the market value of currencies within (plus or minus) 1 percent of their par value, stated in terms of the US dollar or gold, with changes in parity requiring approval by the IMF, to be granted only in the case of a 'fundamental disequilibrium' of the member's balance of payments. To avoid multiple currency practices, the United States undertook to stabilise the value of its currency in terms of gold, while other countries maintained the value of their currencies in terms of the US dollar. These pegging arrangements were designed to avoid the competitive devaluations deemed to have been an important source of instability during the interwar period; they also solved the $n-1$ problem – in a world of n currencies and countries, there are only $n-1$ independent exchange rates to be fixed among them. To avoid the adjustment of the balance of payments deficit of a member country being too harsh on that country or being detrimental to the economies of other members, the IMF would make its resources available on a temporary basis (lend) to that member.

There were, however, a number of issues on which the original design was silent or incomplete. It had little to say on the distribution of the burden of adjustment among deficit and surplus countries. True, the scarce currency clause allowed discrimination against a country with a surplus so large that the Fund would run out of its currency to lend; but, like a nuclear weapon, this clause could hardly be used, especially not against the US, without bringing the system down. That left the overall supply of international liquidity, or more specifically of international reserve assets, as the regulator of the ease and speed of adjustment for deficit countries. The Articles of Agreement, however, did not provide a clear guide either to the overall provision of international reserves or to their composition. The 'official' supply of international liquidity could, under the Articles, be increased either through a general increase in the quotas of the members or through an increase in the price of gold. The latter was never agreed to, for both economic and political reasons; the former was too unwieldy an instrument. The composition of international reserves as between net positions at the IMF, gold and official foreign exchange (mainly US dollar) holdings was left to be determined by the residual

supply of the precious metal, once private demand had been satisfied at the set price of 35 US dollars per ounce of fine gold and by the United States' balance of payments deficit or surplus.

In the event, the period from 1947 to 1958 was dominated by the gradual resolution of the so-called dollar shortage through Marshall Plan aid, and the progressive move from bilateral to multilateral clearing under the aegis of the European Payments Union (EPU) and the OEEC (the predecessor of the OECD). The IMF played a relatively minor operational role during that period, however important the vision embodied in its Articles of Agreement might have been and however important its role as a forum for discussion and settlement of international monetary issues. The return to current account convertibility of the currencies of the major industrialised countries was the defining event that ushered in the 'heyday' of the Bretton Woods system. The way in which the system operated, however, increasingly came to resemble a dollar standard, with official holdings of dollar balances and the concomitant US balance of payments deficits the major source of growth in international reserves, especially after US monetary policy became looser, notably as a result of the failure to finance Great Society and Vietnam War expenditures through taxation. The system became a *de facto* dollar standard with the creation of the double-tier gold market in 1968, which basically froze official gold holdings.

Three features of the Bretton Woods system, as it functioned in the 1960s, are germane here. First, it retained some of the features of a gold-dollar exchange standard as a consequence of the fixing of the dollar price of gold, notably the potential for a confidence crisis to set in if the ability or willingness of the United States to maintain that price came into question. The link between that confidence problem and the overall provision of international liquidity is of course the basis of the Triffin dilemma. In addition, with the effective demonetisation of gold following the 1968 introduction of the two-tier gold market, the possibility of disciplining US monetary policy through the purchase of gold for official dollar balances disappeared (however dangerous or ineffective such purchases might have been, given the possibility that the US would abandon the gold peg, as it eventually did in 1971). Thereafter, the only possibility left for countries that strongly objected to the stance of US monetary policy, and the importation of US inflation, when that stance was (or was considered to be) too loose, was to abandon the system (as Germany did when it started floating in 1973).

Second, the system operated in such a way as to rob the rest of the world's monetary policy of much of its effectiveness, since the United States was free

to set its monetary policy without regard to the ensuing consequences for its balance of payments, leaving it to other countries to adjust their monetary policies to maintain their parity with the US dollar. By the same token, the practice of settling US deficits or surpluses by the accumulation or decumulation of official dollar holdings, mainly in the form of US Treasury bills, meant that US monetary policy had a strong and dominant influence on world monetary aggregates and on the macroeconomic tone of the world economy.

Third, the period was marked by increasing capital mobility, at least of a short-run nature and among industrialised countries, notably with the development of the euro currency market. The extent of this mobility is illustrated by the very large private capital outflow from the US, and the resulting explosion of foreign official dollar holdings that occurred in 1970 and the first half of 1971. The trilemma of inconsistency between fixed exchange rates, independent monetary policy (in countries other than the United States) and high capital mobility was thus already valid in the 1960s. It does contribute to explain the timing of the 'final' breakdown of the Bretton Woods system on 15 August 1971, when President Nixon declared the inconvertibility of the dollar in terms of gold. The explosion of foreign official dollar holdings was in good part the result of using monetary policy to target internal rather than external balance, both in the US, where monetary policy was aimed at increasing output and employment in spite of an official reserve transactions deficit, and in the rest of the world, where monetary policy on average was being tightened to fight inflation in spite of a corresponding surplus.⁴

As Michael Bordo has shown, the 'convertible period' of the Bretton Woods system in the 1960s exhibits, for major industrialised countries, superior average growth than earlier and later periods; more generally, it exhibits macroeconomic performance and stability that was matched only by the gold standard period.⁵ The convertible period of the 1960s also allowed for a large increase in the volume of international trade, perhaps not surprisingly in view of the low levels that had prevailed at the end of the Second World War. How much of this was due to the architecture of the IMFS of the time is, however, another matter. Still, one may conjecture that relative stability of nominal and real exchange rates, stable monetary policy on the part of the country in the centre of the system until the mid-1960s, moderate though increasing capital mobility and, last but not least, relative political cohesion among the

4 For further discussion and empirical support for these arguments, cf. Genberg and Swoboda (1993).

5 Bordo (1993).

Western countries, provided a framework that made this macroeconomic performance possible. However, the system contained the seeds of its demise; essentially, an unwillingness to devote monetary policy to the maintenance of the fixed exchange rate system, coupled with increasing divergences between the United States and the surplus countries as to the appropriate course of US macroeconomic policy.

After the brief period of floating of the major currencies that followed the US measures on 15 August, the Smithsonian Agreement of December 1971 reinstated a system of fixed but adjustable parities, but not dollar-gold convertibility at a fixed price. With a new parity grid and widened intervention margins, the world was now on a *de jure* dollar standard. However, it took less than two years for that system to break down, as major currencies began floating in the spring of 1973. In many ways, that breakdown ushered in today's IMFS.

18.2.3 After Bretton Woods

Before taking stock of where we are today and of likely or desirable changes in the IMFS in the medium-term future, a brief account of the major events that have shaped the evolution of the system since the breakdown of the Bretton Woods system is offered below. Somewhat arbitrarily, this account considers in turn the 1970s, 1980s and 1990s.

The first oil price shock occurred shortly after the major currencies had started floating. It hit at a moment when inflation was still rising in most industrialised countries, partly as a legacy of the monetary expansion of the late 1960s and early 1970s, whose inflationary consequences had spread internationally through the then prevalent system of fixed exchange rates. With floating exchange rates, the response of macroeconomic policy to the inflation inertia and to the stagflationary impact of the oil price increase could, and did, differ across countries. Some, with Germany and Switzerland in the forefront, gave priority to disinflation; others focused on trying to avoid the employment and output consequences of the oil price shock. This gave rise to fears of a vicious circle of 'excessive' depreciation, inflation and current account deficits in the latter countries, which would then be forced into the stop phase of the stop-go cycle, with severe consequences for output, employment and financial stability. Furthermore, the initially virtuous cycle in non-accommodating countries could result in excessive appreciation and a worsening of the inflation-unemployment trade-off. A case could thus be made for international macroeconomic policy coordination. This gave rise to the much disputed 'locomotive' theory of coordination (the strong current account

countries should take the lead in expanding and pull the other countries along) and later to the ‘convoy’ theory (all countries should expand together at a measured pace, the stronger ones escorting the weaker ones). These theories were discussed at the OECD rather than at the IMF, since it was mainly the major industrialised countries that were concerned. The resulting policy packages turned out to be too little, too late. Indirectly, failure to resolve global imbalances at the global level helped spur the movement towards the creation of the European Monetary System (EMS) and Exchange Rate Mechanism (ERM) in 1978. The oil shock had other consequences, not least among them a flow of capital from oil producers to international financial markets, at the time mainly the euro currency markets. This stimulated their expansion and the recycling of those funds to what – with low interest rates and recession in the industrialised countries – was the more attractive outlet of developing economies, whose growth had proved more resilient to the oil shock than that of the industrialised countries. Moreover, at the low real interest rates that prevailed in the mid-1970s, developing countries had a strong incentive to borrow, even if in foreign currencies. As for governance of the IMFS, this was a difficult period for the IMF. It had lost its role as the guardian of the system of fixed exchange rates, efforts to reinstate some form of exchange rate fixity failed, alternative forums for the discussion of international monetary and financial issues emerged, and lending to its members fell. It did regain some influence by being given surveillance responsibilities over members’ exchange rate policies in the second amendment to its Articles of Agreement, but that amendment also gave member countries a free choice of exchange rate regime with the exception of pegging to gold.

The 1980s brought a sharp reversal of both capital flows to middle-income developing countries (which had mainly taken the form of syndicated bank loans) and of the low real rates of interest at which they had borrowed in the 1970s. Interest rates rose sharply in the United States as a result of monetary tightening by the Federal Reserve combined with a rising US budget deficit. This entailed rising debt-servicing costs for developing country borrowers and was one of the factors that contributed to the debt crisis of the 1980s, which erupted in August 1982, when Mexico failed to meet its repayment obligations. The crisis not only lent renewed importance to IMF lending, but also gave the organisation a new role as a crisis manager, coordinating efforts to restructure and roll over the debt of the developing country borrowers, thus helping to avoid a spread of defaults which would have threatened the solvency of major US banks heavily involved in Latin America and of major European banks engaged in loans to Central and Eastern Europe.

Two additional features of the 1980s are worth mentioning here. The widening twin fiscal and current account deficits of the United States, accompanied by the sharp nominal and real appreciation of the dollar between 1980 and 1985, and followed by its equally sharp depreciation in the next two years, gave rise to concerns about exchange rate misalignments as well as about the sustainability and resolution of current account disequilibria. There was increasing advocacy of target zones and exchange rate-based international policy coordination, as well as much bashing of the surplus countries (Japan notably) by the US, which called for appreciation of their currencies (notably of the yen) lest protectionism break out. Global imbalances had become the focus of policy talk, though not of policy action. Second, monetary cooperation within the European Union came into its own in the 1980s, as exchange rates within the ERM stabilised in the second half of the period, paving the way for the drafting of the monetary union provisions of the Maastricht Treaty, which was signed at the beginning of 1992. At the same time, adoption of the single market initiative led to the removal of remaining barriers to capital flows and to the liberalisation of financial regulation. Finally, the end of the decade was marked by the fall of the Berlin Wall and the ensuing collapse of the Soviet Union, an event which has fundamentally altered the post-war political and economic landscape.

It took until the beginning of the 1990s for the debt overhang that had resulted from the Latin American crisis of the early 1980s to abate, and for that continent's 'lost decade' to come to an end. A new surge in capital flows towards what became known as the emerging market economies was ready to begin. The resumption of capital flows to those economies, however, took new forms: growing equity and direct investment flows, bond finance to and from the private sector, to the detriment of syndicated bank loans to sovereign borrowers. However, just as the boom in the second half of the 1970s was followed by the bust of lending in the wake of the Latin American debt crisis, this surge in capital flows gave way to a sudden halt in lending in the aftermath of the Asian crisis. The nature and frequency of crises in the 1990s, however, differed from those (some would say that) of the 1980s. The inter-connection between banking and exchange rate crises seemed to become tighter and contagion potentially more global, with crises occurring ever closer to each other. Leaving aside the ERM crisis of 1992/1993, the Mexican crisis at the end of 1994 and beginning of 1995 ('the first crisis of the twenty-first century' as it has been called) was followed two years later by the Thai crisis, which spread rapidly to most of the rest of Southeast Asia, then by the Russian crisis in August 1998, and two months or so later, by the débâcle of

the LTCM fund. The crisis soon spread to Brazil and from there to Argentina, not to mention Turkey, Ecuador and the Ukraine, among others. This series of crises thrust the IMF to the forefront of the international community's effort to contain, manage and resolve them. It also gave rise to sharp criticism of the Fund's programmes, conditionality and lending policies, and more generally to calls for a thorough re-examination of the international financial architecture and the means to strengthen it. The reforms that were adopted were incremental rather than radical. Taken together, however, they have made an important contribution to the stability of the international financial system. The first task was to encourage national authorities to adopt better macroeconomic, financial, supervisory and regulatory policies. To this end, a first step was to promote greater transparency through various data dissemination standards, the adoption of which makes it easier to monitor policies and economic developments by national and international authorities as well as by market participants, a second to promulgate a number of standards and codes in a variety of fields important for macroeconomic and financial stability. A number of IMF policies were modified and new ones adopted: conditionality was streamlined, as were the terms and conditions of IMF lending; the transparency of the Fund's operations was greatly increased. Several measures to improve and harmonise regulatory and supervisory practices were adopted by various bodies, such as international associations of supervisors, sometimes under the aegis of the Bank for International Settlements (BIS), sometimes within the newly created Financial Stability Forum (FSF), often with the help of IMF coordination. The more ambitious schemes that were advocated in this context, such as the creation of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) or making the IMF an international lender of last resort, will be briefly discussed later in this chapter.

It is, of course, not only the Asian and succeeding crises that are relevant to the evolution of the international monetary and financial system since the beginning of the 1990s. The successful creation and introduction of the euro in 1999, despite the ERM crisis in the wake of the asymmetric shock of German unification, constitutes a fundamental change in the international monetary architecture; as does the rise of the Asian economies, first and foremost China. The remainder of this paper turns to some of the issues that these developments raise.

18.3 Taking stock

18.3.1 A changed IMFS

The post-war evolution of the IMFS and how it differs from that envisioned at Bretton Woods can perhaps best be described by summarising in turn developments with respect to the exchange rate regime, the key currency regime, financial market integration, the nature and magnitude of capital flows, the integration of developing countries into the globalising world economy, and changes in economic and political governance.

The exchange rate regime

The major change here is the move from an almost universal fixed rate regime to one where major currencies are floating, but a variety of exchange rate arrangements have been adopted by other countries, ranging from lightly managed floating to very hard fixes (of the currency board variety for instance), and to the abandonment of a national currency as under dollarisation, or the creation of a common currency in the case of the euro.

The key currency regime

Though the US dollar is still the dominant currency, both in official use (as a reserve currency) and in private use (as a vehicle currency), the euro is playing an increasing role in both functions. The euro represents the first credible challenge to the dollar and its creation may foreshadow the move towards a bipolar key currency regime.

Financial market integration

The common wisdom is that it is only in the last five or ten years that financial and capital markets have again become as closely integrated as they were at the height of the gold standard.⁶ The driver of that integration has been the revolution in telecommunication and information technology that has resulted in a dramatic decrease in transactions costs. That, in turn, has spurred financial innovation and put pressure on controls and regulation of both internal and international financial transactions, and led to liberalisation of those controls. Liberalisation, in turn, leads to further financial innovation, and so on. It should also be noted here that the increasing interconnectedness of the balance sheets of financial and non-financial firms (partly a

6 Cf., for example, Obstfeld (2002).

reflection of the increasing role of multinationals) is one way in which today's financial integration goes further than in the past.

Capital flows

The increase in the magnitude of capital flows since the 1960s has been substantial not only in terms of net flows, but also, and most particularly, in terms of gross flows. Moreover, their nature has changed in several important respects. First, whereas official flows were dominant in the reconstruction period after World War II, private flows constitute the overwhelming part today. Second, capital flows to developing countries have come into their own, increasing rapidly in the second half of the 1970s, stopping in the wake of the Latin American debt crisis of the early 1980s, rising again substantially in the run-up to the Asian crisis of the late 1990s, and resuming their growth today. The composition of these flows has also changed: from official flows to sovereign borrowers in the 1960s, to syndicated bank lending to sovereigns in the late 1970s, and to direct investment and portfolio bond lending to and from the private sector today. Finally, in the last four or five years, capital has begun to flow uphill, from Asian emerging market economies to the United States.

Integration of developing countries

The growing integration of a number of developing economies into the international trading and financial system has been a striking feature of the globalisation of the past twenty years or so. This evolution has been both the cause and consequence of the removal of restrictions on current account transactions, and for many countries, the lifting of some barriers on capital account transactions. It has resulted in greater openness in terms of the share of traded goods in these countries' output and consumption, in an increasing share of manufactured products in their exports, in heightened capital mobility and flows, as well as in high volatility of these capital flows.

Governance

In the immediate aftermath of World War II, governance of the international economic system (at least of the West) was essentially assured by the United States, and regionally by the EPU with the support of the US. The multilaterals, the IMF and the World Bank, did play a role, but it was a subsidiary one. The return to current account convertibility gave a central role to the IMF, though still under the umbrella of the US. It also saw the creation of the General Arrangements to Borrow and of the Group of Ten (G10), a cooperative

forum of industrialised countries that concerned itself with ensuring the stability of the exchange rates of its member countries in the face of short-term capital flows. The G10 also began playing an important role in setting the agenda of the IMF. From the 1970s onwards, a number of other groupings began playing important economic and political leadership roles, from the G5, then the G7, the various OECD working parties and committees concerned with international macroeconomic policy coordination, to the G20 created in 1999. Regional cooperation came into its own with the creation of the EMS and the ERM in 1979. As economic and financial integration proceeded apace, new international groupings and organisations sprang up to deal with the many and complex issues and spillovers that this integration created. In the financial field, where stability issues had mainly been the purview of national authorities, the 1974 Herstatt Bank collapse and the Continental Illinois débâcle led to increased cooperation among regulators and supervisors and to the Basel Accord, and brought international financial market stability issues to the fore of the international cooperation agenda. Furthermore, in the wake of the Asian crisis, a large number of organisations – private and public – became active in the setting and monitoring of international standards, partly under the supervision of the IMF and in cooperation with the FSF. In sum, the rapid development and integration of the world economy, accompanied by an accelerating pace of innovation in information technology and financial engineering, posed new challenges to the regulation of the IMFS and resulted in the increased complexity of its governance mechanisms. Plan began to give way to market, institutions incorporating regional arrangements multiplied, and regulatory mechanisms became more diffuse.

Political factors

Shifts in the geopolitical balance have also significantly influenced the evolution of the IMFS. With the dismantlement of the Soviet Union, the Western political cohesion forged by the Cold War has become frayed at the edges. The rising economic strength of Europe has given it a greater voice in shaping the IMFS, and China has become a force to reckon with. In spite of these challenges, the US remains, for now, the dominant economic and political force in the world economy.

18.3.2 A flat world?

The preceding section described some of the trends that have shaped the architecture of today's IMFS. Its dominant features are, to repeat, increasing trade and financial integration, the drawing in of the developing world into

this integration process, the increasing role of the private sector, diminished political cohesion, and increased complexity and interconnectedness, both of economic intercourse and of the regulatory mechanisms of the IMFS. In the words of Stijn Claessens and Geoffrey Underhill, we live “in a world of fragmented governance, multiple institutions, accelerated financial integration and increased private sector roles”.⁷ The main tension is between an integrating economic world and fragmented policy and decision-making. The main message of Richard Cooper’s *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community*, that increasing economic interdependence entails external effects of national policies which make international policy coordination or cooperation indispensable, is more relevant than ever and now extends well beyond the Atlantic Community.⁸

On the economic front, then, the world is getting flatter. It is not flat yet, the title of Thomas Friedman’s recent book notwithstanding.⁹ Domestic segments of financial and capital markets are still not fully integrated with international markets, though increasing linkages between the two have been one of the driving forces of financial market globalisation since the international segment took off with the euro currency markets in the 1960s. Home bias still characterises both trade and financial markets, which implies, as Jeffrey Frankel has argued, that integration still has a long way to go if it is to be judged by the criterion of perfect integration, rather than by that of the heyday of the gold standard.¹⁰ Trade in goods and services, however much it has increased in the past sixty years, is still subject to both natural (transport cost) barriers and man-made controls and obstacles. True, the increasing scope for outsourcing important parts of the supply chain abroad through trade in services has contributed to increased mobility of human capital (or rather of its services) and to evening out the competitive playing field, i.e. the flattening of the world according to Friedman. Still, the existence of different currencies, the persistence of differences in national macroeconomic and structural policies as well as limits to the mobility of factors of production (the characteristic that traditionally distinguishes international from inter-regional economic analysis) cannot help but have an impact on the extent of economic integration.

In examining the implications of the tensions between economic integration and fragmented policymaking for the international monetary and financial

7 Claessens and Underhill (2005).

8 Cooper (1968).

9 Friedman (2005).

10 Frankel (1999).

system, however, it is useful to have as a frame of reference a ‘one world’ model with integrated goods, services and financial markets, rather than a model of international intercourse, where the only link between countries is trade in goods and services. Put another way, the methodological alternatives are disaggregating from an economically unified world model to national variables vs. aggregating from national models to world variables. For several issues, policy coordination in particular, the first approach yields more appropriate lessons than the second.

With this perspective in mind, three issues for the IMFS, both current and prospective, are taken up in the next section: the likely future evolution of exchange rate and key currency regimes; the implications of financial integration for international policy coordination; its implications for reform of the IMF as the guardian of international monetary and financial stability.

18.4 Issues

18.4.1 The exchange rate and key currency regimes

Two questions arise with respect to the evolution of the exchange rate regime in the medium-term future: how will the exchange rate regime among industrialised countries evolve, and is a further hollowing out of the middle of the exchange rate regime spectrum likely?¹¹

With regard to the exchange rate regime governing the behaviour of the currencies of major industrialised countries, there is little reason, for better or for worse, to expect a major departure from relatively clean floating. True, the exchange rates of the dollar, euro and yen have been highly volatile vis-à-vis each other and vis-à-vis other important currencies such as sterling, the Swiss franc, or the Canadian dollar, to mention but a few. They have also exhibited medium-term swings, sometimes identified as misalignments of their foreign exchange market value. The reasons for this volatility of the major currencies – notably the fact that these are the currencies of large and therefore relatively closed economic areas – would lead one to expect such volatility and swings to continue to prevail in the future, in the absence of any major policy initiatives to moderate their fluctuation. Such initiatives, however, are unlikely to be adopted for several reasons, however damaging the volatility of major currencies may be for third countries. These reasons include the focus

11 The IMF study Mussa et al. (2000), of which the present writer was a co-author, takes up these questions. The next two paragraphs in the text partly follow and summarise the views expressed there.

of monetary policy on internal goals, notably the overriding priority given to price stability in the mandate of the European Central Bank, which by and large rules out systematic foreign exchange market intervention and the co-ordination of monetary policies that is essential for the maintenance of stable exchange rates in the presence of shocks. In addition, the incentives for major economies to stabilise the foreign exchange value of their currencies are weaker than for smaller economies, as the impact of exchange rate fluctuations on large and relatively closed economies is less damaging than on smaller ones. It may still be in the interests of both major and third countries, especially developing ones, to moderate 'excessive' exchange rate swings. The question is how this might best be achieved. Stable fundamentals and macro-economic policies that pay some attention to the correction of large external imbalances may still be the best way. This is a topic to which the next section, on international macroeconomic policy coordination, will return. For the reasons given by Michael Mussa et al.,¹² target zones are not a viable alternative,¹³ although a case could be made for the inclusion, for instance in IMF surveillance, of estimates of large departures of exchange rates from long-run equilibrium levels, as a signal that some policy response would be desirable. That policy response, however, would be conditioned on the reasons for the departure, and would only rarely call for sustained foreign exchange market intervention.

The move of the industrialised countries to (by and large) free floating, with only occasional intervention, is one of the ways in which the middle of the exchange rate spectrum has been hollowed out. The reason for this move towards, but not necessarily all the way to, the extremes is, of course, that integration of financial markets makes it very difficult, if not impossible, to maintain a soft peg or a peg with narrow bands, unless one is willing to devote monetary policy entirely to the defence of the peg. This is equivalent to devoting monetary policy to maintaining equilibrium in the official settlements measure of the balance of payments at the given parity. Unless markets believe that the monetary authorities are willing to undertake the measures necessary to defend the peg, it becomes impossible to actually do so. In turn, to convince the markets, the authorities may well have to tie their hands behind their backs by moving all the way to a very hard peg (for instance of

12 Mussa et al. (2000).

13 Defects of target zones include, among others: the difficulty of agreeing on 'normal' underlying capital flows, the dependence of 'fundamental equilibrium exchange rates' on the specific mix of policies used to achieve internal balance, the endogeneity of real exchange rates, inadequate specification and assignment of policy instruments.

the currency board variety), by dollarising, or by joining a currency union. With the increasing integration of a number of developing countries, the so-called emerging market economies, into world financial markets and the partial relaxation of their controls on capital movements, the maintenance of fixed exchange rates has become difficult for them, too. The fact that most of the countries hit by the Asian crisis had maintained fairly rigid pegs was seen by many as a major factor contributing to the crisis and led to a call for them to move to floating exchange rates. Though the importance of the peg in and of itself should not be exaggerated, the combination of the peg with macroeconomic policies that were incompatible with its maintenance certainly contributed to the crisis. Be that as it may, it seems most probable that medium-sized emerging market countries will increasingly move to greater exchange rate flexibility, though few of them are likely to refrain entirely from some degree of exchange rate management; benign neglect of fluctuations in what is for them a key price is not a likely option. Does this mean that pegged exchange rates are dead in our flattening world? Probably not, as a substantial number of smaller economies with moderate involvement in world financial markets may find it possible and advantageous to maintain a pegged exchange rate with their main trade and financial partner without needing to go as far as maintaining a completely rigid peg. Moreover, large developing countries which have retained substantial controls over capital movements, and which are growing rapidly and have accumulated sufficient reserves, are still able to escape the rush to the extremes. India and especially China are, of course, the prime examples. In the course of time (shorter than Chinese time), however, it will undoubtedly become advantageous for them to move to some form of greater exchange rate flexibility, however limited at first.

Turning to the key currency regime, the next ten to twenty years will probably see a gradual decline in the dominant position of the US dollar and a rise in the role of the euro, both as a reserve and a vehicle currency. The more controversial question is whether a third key (vehicle and reserve) currency will emerge together with a move towards a tripolar, rather than a bipolar currency regime. That is unlikely, except over a horizon that extends further than ten to fifteen years. For a currency to become a key currency requires that it be issued by one of the dominant countries in economic terms, and one that is expected to be politically stable. Assets denominated in that currency must be liquid; the market for them must be 'deep, broad and resilient' as the saying used to go. And one must be able to trade it freely, with no actual or expected controls, or as few as possible. It also helps, at least at the outset, if that currency is not subject to wide fluctuations in the foreign exchange

market. The non-fulfilment of these conditions helps explain why the yen did not become a dominant currency in the 1980s, contrary to widespread predictions, and why it has little chance of becoming one in the future. It also explains why the renminbi is not likely to become a major world currency in addition to the dollar or euro over the horizon that concerns us here. However, it may well come to play a dominant role in East Asia and, eventually, and over a longer horizon, become one of the world's key currencies.

18.4.2 International macroeconomic policy coordination

The Bretton Woods system as it functioned in the 1960s acted as a coordinating mechanism for industrialised countries' macroeconomic and particularly monetary policies around the monetary policy of the United States. A previous section has argued that this coordinating mechanism broke down partly because of dissatisfaction with the macroeconomic policies of the anchor country and more generally with the extraordinary power it conferred to US monetary policy. One of the virtues claimed for floating exchange rates, as they were adopted in 1973, was that they would obviate the need for coordination of the goals and instruments of economic policy.¹⁴ However, volatility and medium-term swings in both nominal and real exchange rates, persistent current account disequilibria, various spillover mechanisms through capital markets and the differential impact of the 1973 oil shock led to renewed interest in and attempts at international macroeconomic policy coordination (IPC). Although, as noted above, coordination of macroeconomic policies has been scant and not always successful in practice, it has a clear rationale in theory: the macroeconomic policy of any but the smallest of countries has spillover effects on other countries, and the closer the links between economies (the more interdependent they are), the stronger and more complex these spillovers are likely to be. The increasing integration of the world economy, notably of financial and capital markets, would thus seem to make the case for international macroeconomic policy coordination more relevant than ever. 'Would seem' because the complexity of the links also makes the process of IPC more difficult. Be that as it may, the basic rationale for IPC – developed in the game theoretic literature, however complex its theoretical elaboration may be – is simple. In the presence of international policy spillovers, the outcomes of policies that do not take such spillovers into account

14 Indeed, this argument was already at the root of the case for flexible exchange rates made by Friedman (1953), chapter 'The case for flexible exchange rates', pp. 157–203.

are dominated by those that do.¹⁵ However, although cooperative outcomes dominate Nash equilibria, they are difficult to achieve unless the players can credibly commit not to renege on the cooperative strategy. In addition, if the players do not know with certainty the exact nature of the structure of economies and their interlinkages, or if they operate on the basis of different models of the economy, the cooperative outcome may turn out to be worse than the uncoordinated one.

A simpler approach to issues of policy coordination than game theoretic models is the targets and instruments approach pioneered by Jan Tinbergen, applied to issues of internal vs. external balance by James Meade, and then extensively by Robert Mundell, who supplemented it with his ‘principle of effective market classification’. The latter emphasises the dynamics of convergence to targets through a system of decentralised policy responses to divergences between actual and desired values of target variables in a world of imperfect knowledge. This approach has been used by Hans Genberg and Alexander Swoboda to provide a framework for the analysis of the policy and coordination issues raised by the US current account deficit and the German and Japanese surpluses of the mid-1980s.¹⁶

In the targets-instruments approach to economic policymaking, the first task is to ensure that there are as many independent instruments of policy as there are targets of policy. If there are, all targets can in principle be reached simultaneously (this is different from the game theory approach in which there is typically a shortage of instruments which gives rise to a trade-off among the achievement of targets, the cooperative solution aiming at achieving an efficient trade-off). The second task, if there is uncertainty as to the specific parameters of the economy and its dynamic behaviour, is to assign instruments to targets in such a way that policymaking leads to convergence on the targets. According to Mundell’s principle of effective market classification this can be achieved in a system of decentralised policy response by assigning each policy instrument to the target which it has a comparative advantage in influencing, relative to other instruments.

Two points should be noted here. First, no solution can be found if there is disagreement about the value of variables that are ‘shared’ among countries. For instance, it is impossible for every country in the world simultaneously to achieve a current account surplus, since the sum of such surpluses, if accur-

15 For a recent survey of that literature, of actual coordination efforts and of the current state of play in the field, cf. Meyer et al. (2002).

16 Genberg and Swoboda (1989, 1991).

ately and consistently measured, is of necessity equal to zero. Second, why should the current account balance be an objective of economic policy? As long as there are no distortions or externalities, and solvency constraints are respected, current account imbalances will reflect the undistorted intertemporal choices of agents and result in an optimal allocation of capital, which will flow from where it is abundant to where it is scarce. These are good imbalances which are to be welcomed and not worried about. Bad imbalances, in contrast, reflect distortions somewhere else in the economy and are to be worried about, if only because their tardy resolution may bring about an unnecessarily costly and disorderly correction.

To illustrate the kind of policies and coordination required to sustain a smooth reduction in global imbalances, consider a simple model in which countries are linked through trade and integrated financial markets. In such a world, the same interest rate will prevail everywhere. Assume that each country has at its disposal two instruments of macroeconomic policy, monetary and fiscal policy. Assume, in addition, that Ricardian equivalence does not hold, at least fully, as otherwise budget deficits may not have effects on current accounts or interest rates. In such a framework, it is the sum of the fiscal stances of individual countries or regions that determines the world real rate of interest, while a country's current account balance is most directly influenced by its fiscal stance relative to the sum of those in the rest of the world. This is true whether fixed or flexible exchange rates prevail. The exchange rate regime, however, is crucial for the use of monetary policy. Under fixed exchange rates, non-sterilised pegging interventions¹⁷ redistribute the total supply of money in the world (the sum of the national money supplies) à la Hume to ensure official settlements balance of payments equilibrium. Put another way, it is relative national money supplies that ensure payments equilibrium under fixed exchange rates. In contrast, it is the sum of national money supplies that determines the total world money supply and eventually the course of the level of prices in the world economy. Institutional arrangements, whether of the gold, gold exchange or dollar standard type, play a crucial role here in determining the world money supply through the interaction of domestic monetary policies. Under floating exchange rates, national monetary policies are freed to be used for internal purposes and eventually determine national price levels.

17 One country or region can sterilise; this was the case of the United States as the 'nth' country during the convertible Bretton Woods period.

The implications of this simple view of the integrated world economy for how national policies should be adjusted (coordinated) to reduce current account imbalances, which are generally agreed to be too large, is straightforward: first, let the fiscal stance of deficit countries become more restrictive relative to that of surplus countries; that is, use the instrument that most directly affects the current account; second make sure that the sum of individual fiscal stances be made more expansionary if there are recessionary tendencies in the world economy, more restrictive if the world economy is overheating. Note that in a world of less-than-perfect knowledge, what is important is not so much the exact magnitude of these fiscal adjustments, than that they be made in the right direction. To illustrate, consider the contemporary imbalances among the United States, East Asia and Europe. If the US current account deficit is the main concern, it behoves that country to reduce its budget deficit and more generally to adopt structural fiscal or other measures to raise national saving relative to national investment. If Asian current account surpluses are also a concern, Asia (read China) should increase its expenditure relative to output, hence the recommendation that consumption be expanded in that region. If, at the same time, there is a concern that world spending falls or rises too much, the two measures should be taken simultaneously. As for Europe, it should do what is best for it, namely make the supply of output more responsive to aggregate demand through labour market and other structural reforms. Note that these recommendations are independent of the exchange rate regime. What one would expect in this context is for the euro to continue floating against the dollar, keeping monetary policy free in both regions to deal with internal balance. As for China, it seems clear that, given present restrictions on capital outflows, the pressure for a real appreciation of the renminbi will not abate. What the renminbi's exchange rate regime will determine is whether real appreciation occurs through a rise in domestic prices and wages, as under fixed rates, or through a nominal appreciation of the Chinese currency. Eventually, once some order has been established in its banking system, it is likely that the Chinese authorities will opt for the second alternative, not to reduce the US current account deficit, which it will hardly affect, but for the Chinese economy's own sake. This would have the added advantage of allowing China to stop accumulating 'excess' international reserves at a high opportunity cost. China, however, is likely to want to move slowly, as an abrupt appreciation of the renminbi would squeeze the agricultural sector, accelerate the exodus towards the cities and the industrial sector, and potentially create severe social and political problems.

The intriguing aspect of this set of policy recommendations is why it is so difficult to put into practice, even though it reflects a fairly broad consensus among economists (except for the renminbi question) and, more importantly, suggests policies that would be in the best national interests of the countries or areas concerned? A first, and important, reason is that the recommended package requires countries to change the course of their fiscal and structural policies, which they are unwilling or unable to do for political reasons. A second reason is doubt about the effectiveness of the proposed measures. For instance, some models find that fiscal consolidation in the US has but a minor effect on that country's current account; the budget and current account deficits, in that view, are not twins after all. That view, however, is not confirmed by more recent estimates, which indicate a substantial current account effect for fiscal policy. A third element in the explanation is the first mover – or collective action – problem: in order to achieve the desired current account rebalancing, while maintaining output and employment, all players must move simultaneously. This last problem is exacerbated by uncertainty about how much policy adjustment to the international policy package is required of each party. As argued above, however, what matters is that each of the parties concerned be seen to move in the right direction, rather than exactly by how much. An international coordinating mechanism may be useful in overcoming these problems. Whether the IMF can help provide such a mechanism is one of the questions to which the next section turns.

18.4.3 The institutional mix and the role of the IMF

The governance of the IMFS has become much more diffuse with the proliferation of organisations and institutions that deal with the complex set of issues that confront it. One may hark back to the simpler past, where one institution dealt with one problem area only, in analogy with the targets and instruments paradigm: the IMF dealt with the stability of the international monetary system and balance of payments problems, the World Bank with long-term capital flows and real resource transfers, the World Trade Organization with trade, and national governments with national policies and the regulation and supervision of financial markets. The multiplication of issues to be dealt with in a closely integrated world economy, however, has resulted both in a multiplication of institutions and in the blurring of the demarcation lines of their competences, perhaps as a reflection of the greater interconnections among issues that integration reveals, perhaps less charitably as a result of bureaucratic turf battles and mission creep. One important issue for the medium-term future is to achieve a better delineation of competences among

organisations on the basis of an examination of what they can best do and what they cannot or should not attempt to do. This is particularly true for the IMF, for which this critical process has already been initiated both within the organisation and by outside critics and experts.¹⁸ This section begins with an examination of reform of the IMF and then turns to some more general issues of the institutional mix.

Proposals for IMF reform have ranged from its abolition to turning it into a world central bank. Without going to such extremes, various proposals have been made, relating among others, to its role in lending, surveillance, supervision and regulation, in crisis management and resolution, as well as to its governance and organisational structure. How various commentators see the place of the IMF in the international monetary and financial architecture depends, of course, on their views of the current state of the IMFS and of the issues that will confront it in the future. Thus, to different observers, different roles and functions seem appropriate for the IMF. It should be emphasised at the outset that the assessment of the appropriateness of actual or potential functions of the IMF below reflects only one such point of view and may diverge from the prevailing consensus – to the extent that this exists.

There are a number of traditional roles of the IMF that, although not very glamorous, are important, relatively uncontroversial, and should be maintained and developed. Among these, the first area to be considered is technical assistance. Fund staff have developed well-nigh unmatched expertise in a number of areas: balance of payments, monetary and financial ‘programming’, the design of fiscal programmes, or more generally, advice on banking, exchange rate and macroeconomic issues. Their advice to developing and emerging market economies in these fields can help provide a macroeconomic environment conducive to growth and financial stability. One issue, however, concerns the terms and conditions under which technical assistance and advice are provided. The Policy Support Instrument, dear to John Taylor’s heart, is one way in which such advice can be provided and monitored outside a regular IMF programme.¹⁹

A second useful and related area to which the IMF has recently made a major contribution is the promulgation and monitoring of standards and codes of conduct, or best practice, in various dimensions of macroeconomic and financial policy. The incentive for countries to adhere to such codes is clear: it enables them to build up credibility and, on the strength of this in-

¹⁸ Truman (2006a) is an excellent example of the latter.

¹⁹ Cf. Taylor’s contribution to Truman (2006a).

crease in credibility, to lower their borrowing costs. The stick is the market reaction to non-adherence to such codes, thus delegating to markets part of the task of surveillance over national policies. The advantage is once more a gain in financial stability for the system as a whole. Of course, care must be taken to ensure that the IMF does not overreach in this activity. It should only take on the design and monitoring of standards and codes in its area of expertise, which is basically various aspects of macroeconomic, financial, exchange rate and central banking policy. In other areas, for instance accounting, securities market organisation, insurance or commercial banking, it can only play the role of a coordinator or forum, and help to integrate the appropriate codes and standards into a coherent international framework. One issue that arises in this respect is how to design the codes and standards in a manner that makes their adoption not too onerous, in particular for those countries that do not yet possess the sophistication or institutions of the advanced countries. Here, the provision of technical assistance and advice by the Fund (and other standard-setting agencies) is of the essence.

Surveillance is a third area in which it is generally recognised that the IMF can and should play a useful and important role. The second amendment to the Articles of Agreement (Article IV section 3) specifies that “the Fund shall oversee the international monetary system in order to ensure its effective operation, and shall oversee the compliance of each member with its obligations under Section 1 of this Article” and that, in order to discharge this function, “the Fund shall exercise firm surveillance over the exchange rate policies of members”. The exercise of surveillance of individual members’ policies in the context of Article IV consultations is relatively straightforward and uncontroversial. Even there, however, problems arise: what exactly is exchange rate policy and how can it be distinguished from the adoption of an exchange rate regime which is left to the choice of individual members of the IMF; what exactly does a member’s obligation to “avoid manipulating exchange rates or the international monetary system in order to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members” mean? And what incentives are there for non-programme countries to abide by the recommendations of the surveillant? These issues are discussed further below in the context of the lively current debate surrounding the extension of surveillance to a multilateral context.

Turning to IMF lending, its purpose, terms and conditions are the subject of much controversy. Several commentators seem to consider that such lending has become obsolete, since private capital flows dwarf the resources available to the Fund, at least for the more important emerging market and

advanced countries, since these emerging market countries have built up very large foreign exchange reserves and since such lending may create moral hazard. Others argue, however, that the Fund should confine its lending activity to lending in last resort and only in crises that are, or threaten to be, of a systemic nature – and, in such an event, that very large resources be made available to the Fund. It is possible to argue that neither of these views is correct. Leaving aside the lender of last resort issue for a moment, contrary to the first view, a strong case can be made for Fund lending, within normal access limits and at recently streamlined terms and conditions, for the purpose originally envisaged in the first of the IMF's Articles of Agreement, namely “to give confidence to members by making the general resources of the Fund temporarily available to them under adequate safeguards, thus providing them with an opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity.” It is true that financial markets are currently calm, that a number of countries have self-insured by building up large international reserves, that there is little demand for the Fund's resources and that the latter would be insufficient to cope with a systemic crisis involving a number of large countries. It is also true, however, that times are unlikely to always be so good, that crises are likely to occur again and that countries will occasionally experience balance of payments difficulties, the resolution of which would be eased by an IMF credit and programme. As for the moral hazard danger, the issue is not that there should be none, but that it be limited and contained. Conditionality is one means of doing so; for this to work, however, the Fund must insist that the programme's conditions be strictly respected (policies rather than outcomes) and it must stop releasing further credit tranches should this not be the case. This implies that the IMF should avoid the excessive forbearance it showed in the Argentine case. The proper role of the Fund remains that of a lender of ‘final’ (and not of last) resort, as Mussa put it.²⁰ Mussa is also right in arguing that in exceptional circumstances, the Fund may engage in large loans in excess of normal access limits. Arguably, however, such loans should only be granted in truly exceptional circumstances, with the agreement of a large majority of the Fund's members, and with strict enforcement of the terms of the conditionality to be applied.

That said, there are several reasons why the Fund could not or should not play the role of a lender of last resort. The analogy to the role of a lender of last resort à la Bagehot in a national context – to lend freely, at a penalty rate,

20 Mussa (2006).

against good collateral – is misleading. A national central bank can create money and inject large amounts of liquidity almost at will into the banking system at large, can secure collateral the quality of which it can judge, and can do this very rapidly. In contrast, the Fund does not have unlimited resources and does not lend to markets, but to countries (the analogy here is lending by the central bank to an individual bank in difficulty, which is lending of final, and not of last, resort, in Mussa's terminology). It cannot secure marketable collateral even if its privileged creditor status and the exercise of conditionality can protect it from debtors defaulting on its loans. In opposition to this point of view, the majority of the influential Meltzer Commission,²¹ argued that the role of the Fund could and should essentially be confined to that of a lender (or quasi-lender) of last resort in the event of a systemic crisis. The Meltzer Commission claimed that its scheme would not create moral hazard, since the lending facility would only be available, for very short maturities (120 days, renewable once), to countries that had pre-qualified for its support, on the basis of severe financial soundness criteria, including the holding of large foreign exchange reserves. The proposal appears either naïve or disingenuous. The short maturity of the loans would most likely lead to speculation as to whether the crisis would actually be over after four months; if not, a run on the currency would ensue. Although some of the criteria for pre-qualification make eminent sense from the point of view of financial soundness, countries that would qualify on the basis of these criteria would not need such assistance, whereas those that really did need assistance would be disqualified. In a way, this proposal shares some of the defects of the Fund's defunct Contingent Credit Line facility, among them the difficulty of disqualifying a country once it has qualified. Although the notion of pre-qualification is very attractive, it is extremely difficult to implement in practice in an international – as opposed to a national – context.²² In the latter, pre-qualification takes the form of regulation and supervision of banks, and more broadly of financial institutions, which ensures that they are and remain in 'good standing'. Moreover, the risk of having to socialise the losses, if any, of a lender of last resort operation is more acceptable to taxpayers in a national than an international context.

This does not mean that the IMF cannot play a role as a (systemic) crisis manager.²³ It has done so in the past by getting major banks to agree to

21 International Financial Institution Advisory Commission (2000).

22 For a (perhaps overly) negative appraisal of pre-qualification, cf. Mussa (2006).

23 In a well-known article, Fischer (1999) argued that the IMF could play a lender of last resort role. The role he describes, however, seems to correspond more to that of crisis manager than to that of lender of last resort.

restructure and maintain syndicated credits in the Latin American crisis of the 1980s or, in the Asian crisis, by coordinating large multilateral lending packages. The issue, however, is whether the Fund should go further in crisis prevention and resolution, and whether it is equipped to deal with what many see as the problems of the future, namely exchange rate regimes and policies, and multilateral surveillance (and resolution) of global imbalances. Surveillance (about which more later), appropriate programmes and conditionality, technical assistance and the promulgation of standards and codes is probably as much as the Fund can do in the realm of crisis prevention. With respect to crisis resolution, the desirability of having a mechanism at the international level, akin to a national bankruptcy court and procedures, which would ensure a more orderly process of debt restructuring, has been recognised for some time. Although it has been shelved for now, such a mechanism, in the form of an SDRM, was proposed by Anne Krueger, the First Deputy Managing Director of the IMF, in the wake of the crises in the second half of the 1990s. The proposal, however attractive intellectually, is fraught with difficulties in practice. At a national level, reorganisation of an insolvent firm under the protection of the court (the Chapter 11 procedure in the United States) makes an orderly restructuring of the firm's balance sheet possible and can avoid its liquidation if the value of the firm as a going concern exceeds the immediate liquidation value of its assets. It also offers protection to the creditors by allowing a change in management, by preventing a stripping of the firm's remaining assets and by ensuring equal treatment of creditors, all under the supervision of the court. None of this is easily achieved in an international context and when the 'firm' is a sovereign. In any event, an SDRM would require a stay on payments by the sovereign debtor, sanctioned by an international organism ('the court'). One reason the IMF cannot be that organism is that it would be both judge and party, since it is itself a creditor to the sovereign, and will be involved in further lending, act as its advisor in the negotiation of a programme and as a 'regulator' when it enforces conditionality. At most, it could be one (albeit important and expert) source of advice to the court on the appropriateness, length and modalities of a stay. Although the creation of an international bankruptcy court is not for tomorrow, and although the IMF is not the organism through which it should be implemented, the increasing integration of the world economy suggests that some such restructuring mechanism is likely to see the light of day in the medium run.

For the moment, however, as there have been no major emerging market crises in the last four years, nor consequently much demand for IMF resources (on the contrary, major borrowers such as Argentina and Brazil have pre-

reimbursed their loans), and as private capital flows have provided abundant finance at historically low spreads to those emerging market countries that are borrowing, crisis lending no longer seems to be as central to the role of the Fund as guardian of international monetary and financial stability as it was only a decade ago. In this context, it is perhaps not surprising that there have recently been renewed calls for IMF reform and a rethinking of its purpose, means and structure. There can be little disagreement that its purpose should remain to ensure the stability of the international monetary and financial system. To do so, however, it must be ready to address the core issues that international financial integration has brought to the fore, notably the orderly unwinding of global imbalances and the promotion of appropriate exchange rate policies and stable exchange rate regimes – in addition to the prevention and resolution of possible future international debt, currency and banking crises. As Mervyn King has emphasised, the crises of the 1990s, global current account imbalances and the stability and appropriateness of specific exchange rate regimes and policies are all intimately tied to international, and particularly financial, integration.²⁴ Without a high degree of capital mobility, US current account deficits in the order of 6 to 7 percent of gross domestic product could neither have been financed nor sustained for as long as they have. Furthermore, the unprecedented increase in gross capital flows has resulted in an intricately intertwined structure of national balance sheets, notably in terms of maturity and currency composition. That interconnection of balance sheets across countries has, in turn, made financial markets increasingly sensitive to current and expected future shocks, witness the sudden stops characteristic of emerging market crises, financial contagion, the volatility of exchange rates, or the risk of a hard landing as global imbalances unwind.

The question is whether, how and by what means the IMF can fulfil its role in ensuring the stability of the IMFS in this changed world, both today and tomorrow. Specifically and first of all, what should and can the Fund contribute to the unwinding of global current account imbalances? Whatever power it has in this respect at present is vested in the provisions of Article IV concerning its responsibilities for surveillance of international monetary and financial stability. Where multilateral surveillance is concerned, the IMF has discharged this responsibility by publishing its analysis and some policy recommendations, or alternative policy options, in its *World Economic Outlook* and, more recently, in its *Global Financial Stability Reports*. The difficulty, if

24 King (2006).

the analysis of section 18.2 above is correct, is that resolving global imbalances requires policy action by the world's major economies and, in an integrated world economy, coordinated policy action. Two factors compound that difficulty. The first is some disagreement about the precise mix and extent of the required policies, although there would be broad – but far from unanimous – agreement about the general pattern and direction of the policy adjustments that are required. These are a reduction of the US budget deficit and a compensating expansion in the rest of the world, if our previous analysis is to be believed. This points to the second source of difficulty, namely, that changes in national fiscal and structural policies are essential elements of this policy package and of coping with current account imbalances. The Fund has little leverage beyond moral suasion to influence such policies in major countries. The suggestions made in Governor Mervyn King's cogent analysis may be the best that can be achieved at present.²⁵ The IMF should be the main source of independent, sound and frank analysis of threats to international monetary and financial stability, and of recommendations to cope with them, whether or not they please individual countries – however powerful. To lend weight to this analysis and these recommendations requires backing by the Fund's governing bodies. This, in turn, requires giving the latter more independence and political weight, an issue taken up in the brief discussion of IMF governance provided below.

Promoting sound exchange rate policies and adequate exchange rate regimes constitutes a particular challenge for IMF surveillance, whether over the policies of individual countries or multilaterally. Under the Articles of Agreement, members are free to choose their exchange rate regime, while the IMF should ensure that they pursue proper exchange rate policies, in particular, and (to reiterate) that they avoid “manipulating exchange rates to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members”. The choice of a regime, however, dictates what their exchange rate policy, *stricto sensu*, has to be: to keep the nominal exchange rate fixed in a fixed rate regime, to let it float in a floating rate regime, and to intervene appropriately in order to guide it in accordance with the declared intermediate regime. This would seem to leave little room for questioning a country's exchange rate policy, except to argue that, if not left free to float, the level at which the rate is set is inappropriate and that this constitutes unfair ‘manipulation’ of the exchange rate or of the system. Recent

25 The communiqué of the April 2006 IMFC meeting goes in the direction of some of these suggestions.

utterances by US officials, members of Congress or policy analysts, principally, but not exclusively, in the context of China's exchange rate policy, seem to go further and argue that flexible exchange rates are the only proper policy or regime for countries, with the possible exception of very hard pegs for a limited number of small and dependent economies. Rather than focusing on the level of the exchange rate or elevating freely floating rates to the status of the only appropriate regime (or panacea), it would be far better to focus surveillance on the consistency of countries' macroeconomic and financial policies with (or including) the exchange rate regime. What may be good macroeconomic policy under one regime may be bad policy under another. Such an approach, which in essence is what has been advocated by the Fund in the past, has several advantages.²⁶ It avoids focusing on 'manipulation', a highly loaded and politically unhelpful expression. It avoids having to specify a 'correct' (or 'just?') level of the exchange rate, irrespective of a country's actual or prospective macroeconomic policies, which is a well-nigh impossible task with little scientific legitimacy, since the real exchange rate is an endogenous variable in the long run. This does not mean that the IMF should not provide estimates of carefully defined concepts of equilibrium exchange rates, nor that it should not analyse discrepancies between such estimates and actual rates, or that those discrepancies may not signal the need for changes in policy. Instead, it avoids misplaced emphasis on the exchange rate as the linchpin of international policy coordination, distracting attention from those policies, such as fiscal policies, that are actually most relevant and whose coordination and modification is the real issue.

Turning to the governance of the Fund, several issues have to be solved if it is to discharge its functions effectively. Although there is always tension between effectiveness and legitimacy, the latter is a necessary condition for the former in a multilateral organisation. The title of a paper by Ted Truman, 'Rearranging IMF chairs and shares: the sine qua non of IMF reform',²⁷ reflects a growing consensus that for the Fund to gain legitimacy and ownership by all its members requires an increase in both the emerging markets' voting power, which depends on quota shares, and of their effective voice, which depends on their representation in the constituencies (the chairs) on the Executive Board. Such reshuffling is politically extraordinarily difficult and will require, in the eyes of most observers, a consolidation of the representation of European Union countries on the Board into one or two

26 Mussa et al. (2000).

27 Truman (2006b).

constituencies.²⁸ Be that as it may, rearranging chairs and shares will not solve a fundamental problem in the governance of the IMF – how to make its Board more effective – which requires making it more independent, while maintaining its accountability. It has been suggested that the governance structure of independent central banks is one direction in which Fund governance could move. An IMF managing board would be established and composed of individuals elected, though not necessarily nominated, by the Board of Governors. They would represent the interests of the membership at large, rather than those of a particular country or group of countries. They would, in turn, be accountable to a new version of the International Monetary and Financial Committee (IMFC), which would meet more frequently to review, approve, and – once approved – support the strategic decisions or propositions of the managing board. In addition, the nomination and election process of the IMF's Managing Director and Deputy Managing Directors would be a much more open one. Such fundamental reforms in the governance of the Fund are, of course, politically very difficult and, to make matters even more complicated, are interrelated with the issue of shares and chairs. They are not for tomorrow, but the increasingly open debate about them suggests that they may be for the day after tomorrow.

In the meantime, there is one question on which progress can and should be made rapidly. Some of the issues that arise with respect to the stability of the IMFS, such as global imbalances or exchange rate policies with significant international spillovers, while within the responsibility of the Fund, are of immediate concern and require action by only a limited part of the Fund's membership, even if their resolution is of crucial interest to the international community as a whole. Partly as a consequence, such issues tend to be discussed outside the IMF by various G-Xis, where Xi is any number from 1 to 30 (though 3, 7, 8 and 20 are particularly important ones). It would seem important to bring these discussions back into the Fund's forum along the lines proposed by King.²⁹ This would not only require that the membership recognise that all members need not participate in all discussions, but would also allow Fund staff to lend its expertise, and Fund management to be involved in discussions that are central to the stability of the IMFS.

These are all issues that will have to be tackled if the IMF is to be an effec-

28 Daniel Kaeser's account of the negotiations leading to Switzerland's accession to the IMF Board provides fascinating insights into the complexity and difficulty of reshuffling quota shares and Board representation; cf. Kaeser (2004). Truman's paper provides an excellent account of the current situation as well as some concrete proposals for change.

29 King (2006).

tive guardian of international monetary and financial stability. It is encouraging that the IMF's International Monetary and Financial Committee, at its April 2004 meeting and following the *Managing Director's Report on Implementing the Fund's Medium-Term Strategy*, endorsed a number of proposals that go in this direction. The emphasis on multilateral surveillance and global imbalances, the creation of a multilateral consultation procedure with systemically important members or entities, and the initiation of a procedure to rebalance voting power through an ad hoc increase in quotas are all to be welcomed. The difficult questions of making the governance of the IMF more effective, of putting teeth into the multilateral surveillance process and of delimiting the areas of competence of the various actors in the IMFS, however, remain to be resolved.

While the IMF should play a central role in the international monetary and financial architecture, it should focus on a limited number of tasks: technical assistance and advice; the promulgation and monitoring of standards and codes within its area of competence; balance of payments and crisis lending in final, though not in last, resort; surveillance over macroeconomic, policies of individual members, including exchange rate policies; and surveillance over the resolution of global imbalances. In turn, it should leave to others tasks that would distract from its main mission. One of these tasks is concessional lending of the PRGF variety (Poverty Reduction and Growth Facility), which is best left to the World Bank – although this does not mean that the Fund should not continue to provide macroeconomic advice and technical assistance to the poorest of its members. Another task is direct financial regulation, where national authorities, international associations of regulators and supervisors, or international organisations such as the BIS have a clear comparative advantage (e.g. in the promulgation of the Basel Core Principles for Effective Banking Supervision). Finally, the potentially positive role of private financial and capital markets in the institutional mix of the IMFS should not be underrated. They can contribute significantly, not only to the efficient transfer of resources from lenders to borrowers, but also to monitoring and disciplining the policies of even the most powerful economies.

18.5 Conclusion

It typically takes crises to spur reform, in the international monetary and financial system as elsewhere. The Asian and succeeding crises did stimulate significant reforms in the IMFS. The increasing concern over global imbalances, with its emphasis on enhanced IMF surveillance and governance

reform, is to be welcomed as an incentive to rethink or reinvent the Bretton Woods system and institutions, although the prevention and management of emerging market crises should remain high on the international community's agenda, even if they do not seem currently to loom large on the horizon.

These changes in the architecture of the IMFS will help to prevent or moderate the types of crises they were designed to deal with. That said, crises – like financial markets – tend to be innovative; by nature, their characteristics and/or timing are unexpected. The next crisis may thus not occur in emerging markets, where firewalls have been built and will hopefully be maintained, but at the core of world financial markets, where such walls are much harder to erect. But then it might spur the next round of strengthening the architecture of the international monetary and financial system.

References

- Bordo, M.D. (1993), The Bretton Woods international monetary system: a historical overview, in: M. Bordo and B. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 3–98.
- Claessens, S., and G. Underhill (2005), The need for institutional changes in the global financial system: an analytical framework, in: J. Teunissen and A. Akkerman (eds.), *Protecting the Poor: Global Financial Institutions and the Vulnerability of Low-Income Countries*, Fondad Conference Series, The Hague: FONDAD, pp. 79–114.
- Cooper, R. N. (1968), *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community*, New York: Columbia University Press.
- Fischer, S. (1999), On the need for an international lender of last resort, *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), pp. 85–104.
- Frankel, J. (1999), Comment on Bordo, Eichengreen and Irwin, Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?, in: S. Collins and R. Lawrence (eds.), *Brookings Trade Forum 1999*, Washington, DC: Brookings Institution, pp. 51–58.
- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago and London: University of Chicago Press.
- Friedman, T. (2005), *The World is Flat: A Brief History of the Twenty-First Century*, New York: Farrar, Straus and Giroux.
- Genberg, H., and A. K. Swoboda (1989), Policy and current account determination under floating exchange rates, *IMF Staff Papers*, 36, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 1–30.
- Genberg, H., and A. K. Swoboda (1991), The current account and the policy mix under flexible exchange rates, in: J. A. Frenkel and M. Goldstein (eds.), *International Financial Policy: Essays in Honor of Jacques J. Polak*, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 420–454.
- Genberg, H., and A. K. Swoboda (1993), The provision of liquidity in the Bretton Woods system, in: M. D. Bordo and B. J. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 269–315.
- International Financial Institution Advisory Commission (2000), *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Washington, DC.
- Kaaser, D. (2004), *La longue marche vers Bretton Woods*, Geneva: Georg.
- Kenen, P. B. (2001), *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?*, Washington, DC: Institute for International Economics.
- King, M. (2006), Reform of the international monetary fund, Speech delivered at the Indian Council for Research on International Economic Relations, New Delhi, 20 February.
- Meyer, L. H., B. M. Doyle, J. E. Gagnon and D. Henderson (2002), International coordination of macroeconomic policies: still alive in the new millennium?, *International Finance Discussion Papers*, 723, Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Mussa, M. (2006), Reflections on the function and facilities for IMF lending, in: E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp. 413–453.
- Mussa, M., P. Masson, A. K. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro and A. Berg (2000), Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy, *IMF Occasional Paper*, 193, Washington, DC: International Monetary Fund.

Obstfeld, M. (2002), Globalization and capital mobility in historical perspective, *Rivista di Economia*, 9 (1), pp.5–19.

Taylor, J. B. (2006), The policy support instrument: a key component of the recent IMF reform movement, in: E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp.385–389.

Truman, E. M. (ed.) (2006a), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics.

Truman, E. M. (2006b), Rearranging IMF chairs and shares: the sine qua non of IMF reform, in: E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp.201–232.

Appendice

Abbreviazioni

| | |
|------------|--|
| AdI | Anello degli indipendenti |
| AELS | Associazione europea di libero scambio (European Free Trade Association, EFTA) |
| AGP | Accordi generali di prestito |
| AME | Accordo monetario europeo |
| ARF | Archivio federale svizzero |
| ASEAN | Association of Southeast Asian Nations |
| ATM | Distributore automatico di banconote |
| AVS | Assicurazione per la vecchiaia e i superstiti |
| BBA | British Bankers' Association |
| BCCI | Bank of Credit and Commerce International |
| BCE | Banca centrale europea |
| BE | Cantone Berna |
| BIS | Bank for International Settlements (cfr. anche BRI) |
| BISA | Bank for International Settlements Archives |
| BNS | Banca nazionale svizzera/Banque nationale suisse |
| BoE | Bank of England |
| Boll. Uff. | Bollettino ufficiale dell'Assemblea federale; CSt = del Consiglio degli Stati; CN = del Consiglio nazionale |
| BRI | Banca dei regolamenti internazionali (cfr. anche BIS) |
| BVC | Banque Vaudoise de Crédit |
| CD | certificate of deposit |
| CE | Comunità europea/e |
| CEE | Comunità economica europea |
| CET | Commissioni dell'economia e dei tributi delle Camere federali: CN = del Consiglio nazionale; CSt = del Consiglio degli Stati |
| CFB | Commissione federale delle banche |
| CIE | Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera - Seconda Guerra Mondiale |
| CLS | Continuous Linked Settlement |
| CN | Consiglio nazionale |
| CO | Legge federale del 30 marzo 1911 di complemento del Codice civile svizzero (Libro quinto: Diritto delle obbligazioni), RS 220 |
| COSA | Comitato per la sicurezza dell'AVS |
| Cost. | Costituzione federale della Confederazione Svizzera del 18 aprile 1999, RS 101 |
| CP | Codice penale svizzero del 21 dicembre 1937, RS 311.0 |
| CPI | consumer price index |
| CPSS | Committee on Payment and Settlement Systems (of the central banks of the Group of Ten) |
| CRT | Claims Resolution Tribunal |
| CS | Credit Suisse |
| CSt | Consiglio degli Stati |
| DFF | Dipartimento federale delle finanze |
| DFGP | Dipartimento federale di giustizia e polizia |
| DSGE | dynamic stochastic general equilibrium |
| DSP | Diritti speciali di prelievo |
| DTA | Scambio dei supporti di dati |
| DTF | Decisioni del Tribunale federale svizzero |
| EAD | Elaborazione automatica dei dati |
| EC | European Community |
| ECB | European Central Bank |
| ECU | Unità monetaria europea/European Currency Unit |

| | |
|----------|---|
| EFTPOS | Electronic Funds Transfer at Point of Sale |
| EMS | European Monetary System |
| EMU | (European) Economic and Monetary Union |
| EPU | European Payments Union |
| ERM | Exchange Rate Mechanism |
| ESAF | Enhanced Structural Adjustment Facility/Agevolazione rafforzata per l'aggiustamento strutturale |
| EU | European Union |
| euroSIC | Swiss Interbank Clearing per l'esecuzione dei pagamenti in euro |
| FF | Foglio federale |
| Fifo | First in, first out |
| FMI | Fondo monetario internazionale |
| fr. | Franco svizzero/franchi svizzeri |
| FSAP | Financial Sector Assessment Program |
| FSF | Financial Stability Forum |
| FT | Financial Times |
| G10 | Gruppo dei Dieci/Group of Ten |
| G20 | Gruppo dei Venti/Group of Twenty |
| G24 | Gruppo dei Ventiquattro/Group of Twenty-Four |
| G3 | Gruppo dei Tre/Group of Three |
| G5 | Gruppo dei Cinque/Group of Five |
| G7 | Gruppo dei Sette/Group of Seven |
| GAAP RPC | Generally accepted accounting principles (principi contabili generalmente riconosciuti), Raccomandazioni concernenti la presentazione dei conti |
| GATT | Accordo generale sui dazi doganali e sul commercio (General Agreement on Tariffs and Trade) |
| GDP | gross domestic product |
| HIPC | Heavily Indebted Poor Countries (Debt Initiative)/Iniziativa in favore dei Paesi poveri altamente indebitati |
| HP | Hodrick-Prescott |
| IAIS | International Association of Insurance Supervisors |
| IASB | International Accounting Standards Board |
| ICEP | Independent Committee of Eminent Persons |
| IMF | International Monetary Fund |
| IMFC | International Monetary and Financial Committee (of the Board of Governors of the IMF) |
| IMFS | international monetary and financial system |
| IOR | Istituto per le Opere di Religione (Banca del Vaticano) |
| IOSCO | International Organization of Securities Commissions |
| IPC | international macroeconomic policy coordination |
| IPC | Indice dei prezzi al consumo |
| IPO | Initial Public Offering |
| LAMO | Legge federale sull'aiuto monetario internazionale (legge sull'aiuto monetario) del 19 marzo 2004, RS 941.13 |
| LBCR | Legge federale sulle banche e le casse di risparmio (legge sulle banche) dell'8 novembre 1934, RS 952.0 |
| LBN | Legge federale sulla Banca nazionale svizzera (legge sulla Banca nazionale) del 3 ottobre 2003, RS 951.11 |
| LBVM | Legge federale sulle borse e il commercio di valori mobiliari (legge sulle borse) del 24 marzo 1995, RS 954.1 |
| lett. | lettera |
| LFI | Legge federale sui fondi di investimento del 18 marzo 1994, RS 951.31 |
| Libor | London interbank offered rate |
| LTCM | Long Term Capital Management (Fund) |

| | |
|----------------------|---|
| LUMP | Legge federale sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento del 22 dicembre 1999, SR 941.10 |
| MBA | adjusted monetary base |
| MBS | Mortgage Backed Securities |
| MBSA | seasonally adjusted monetary base |
| MC | Moneta della banca centrale/base monetaria |
| MCD | Moneta della banca centrale destagionalizzata o base monetaria destagionalizzata |
| MCR | Moneta della banca centrale rettificata, ossia depurata dei crediti di fine periodo |
| mia. | miliardi |
| mio. | milioni |
| MIT | Massachusetts Institute of Technology |
| NAC | Nuovi accordi di credito |
| NBER | National Bureau of Economic Research (Stati Uniti) |
| NIA | national income accounts |
| NZZ | Neue Zürcher Zeitung |
| OBN | Ordinanza relativa alla legge federale sulla Banca nazionale svizzera (ordinanza sulla Banca nazionale) del 18 marzo 2004, SR 951.131 |
| OBVM-CFB | Ordinanza della Commissione federale delle banche sulle borse e il commercio di valori mobiliari (ordinanza sulle borse CFB) del 25 giugno 1997, RS 954.193 |
| OCSE | Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico |
| OECD | Organisation for Economic Cooperation and Development |
| OECE | Organizzazione Europea per la Cooperazione Economica |
| OF | Orell Füssli |
| OFI | Ordinanza sui fondi di investimento del 19 ottobre 1994, RS 951.311 |
| OLS | Ordinary Least Squares |
| ONG | Organizzazioni non governative |
| ONU | Organizzazione delle Nazioni Unite |
| OPEC | Organisation of the Petroleum Exporting Countries (Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio) |
| OTC | over the counter |
| p. | pagina |
| pct | Pronti contro termine (ad esempio operazioni pct) |
| PCUS | Partito comunista dell'Unione sovietica |
| PDC | Partito democratico cristiano svizzero |
| PEV | Partito evangelico svizzero |
| PIL | Prodotto interno lordo |
| PLR | Partito liberale-radical svizzero |
| PNL | Prodotto nazionale lordo |
| pp. | pagine |
| PRGF | Poverty Reduction and Growth Facility |
| PS | Partito socialista |
| PTT | Azienda delle poste, dei telefoni e dei telegrafi |
| Repo | Repurchase Agreement |
| RPC | Raccomandazioni concernenti la presentazione dei conti |
| RS | Raccolta sistematica del diritto federale |
| RTGS | Real Time Gross Settlement |
| RTGS ^{plus} | Real Time Gross Settlement (attraverso la Deutsche Bundesbank) |
| RU | Raccolta ufficiale delle leggi federali |
| SAF | Structural Adjustment Facility |
| SDDS | Special Data Dissemination Standard |
| SDRM | Sovereign Debt Restructuring Mechanism |
| SEBC | Sistema europeo di banche centrali |
| SECB | Swiss Euro Clearing Bank |
| SECO | Segretariato di Stato dell'economia (Dipartimento federale dell'economia) |

| | |
|--------|---|
| SECOM | Settlement Communication System della SIS SegInterSettle SA |
| SEE | Spazio economico europeo |
| seg. | e seguente (ad esempio, pp. 2 seg.) |
| SEGA | Schweizerische Effekten-Giro SA |
| segg. | e seguenti (ad esempio, pp. 2 segg.) |
| SIC | Swiss Interbank Clearing |
| SIS | SIS SegInterSettle SA |
| SME | Sistema monetario europeo |
| SMI | Swiss Market Index |
| SNB | Swiss National Bank/Schweizerische Nationalbank |
| SO | Cantone Soletta |
| STF | Systemic Transformation Facility |
| SVAR | structural vector autoregression |
| Target | Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system |
| TIC | Tecnologie dell'informazione e della comunicazione |
| UDC | Unione democratica di centro |
| UE | Unione europea |
| UE-15 | I 15 Stati membri dell'UE prima dell'allargamento del 2004 |
| UEM | Unione economica e monetaria (europea) |
| UEP | Unione europea dei pagamenti |
| UML | Unione Monetaria Latina |
| URSS | Unione delle repubbliche socialiste sovietiche |
| UST | Ufficio federale di statistica |
| v | vecchio/a (ad esempio, vCost.: vecchia Costituzione federale) |
| VAR | vector autoregression |
| vCost. | (vecchia) Costituzione federale della Confederazione Svizzera del 29 maggio 1874 |
| vLBN | (vecchia) Legge federale sulla Banca nazionale svizzera del 23 dicembre 1953 nella versione del 15 dicembre 1978, RU 1954 599; 1979 983; 1997 68 |
| WTO | World Trade Organization |
| ZH | Cantone Zurigo |

Autori

Autori esterni (Parte 1 e Parte 3)

Ernst Baltensperger, nato nel 1942, professore di economia (in particolare teoria monetaria e macroeconomia) e direttore di istituto presso l'Università di Berna (dal 1984). Attività precedenti: professore presso l'Università di San Gallo (1982–1984), l'Università di Heidelberg (1979–1982) e l'Ohio State University (1968–1979); vari incarichi universitari come professore e ricercatore invitato.

Peter Bernholz, nato nel 1929, professore emerito. Incarichi più recenti: professore ordinario di economia (in particolare, politica monetaria e politica economica esterna) e direttore di istituto presso l'Università di Basilea (1971–1997). Precedenti attività: professore ordinario presso la Technische Universität di Berlino (1966–1971), professore assistente presso l'Università di Francoforte sul Meno (1964–1966), Rockefeller Fellow presso le Università di Harvard e di Stanford (1963–1964), vari incarichi universitari come professore invitato.

Michael Bordo, nato nel 1942, professore di economia e direttore del Center for Monetary and Financial History presso la Rutgers University (dal 1989), ricercatore associato presso il National Bureau of Economic Research (dal 1982). Attività precedenti: professore presso la University of South Carolina (1981–1989), professore associato e assistente presso la Carleton University di Ottawa (1969–1981), vari incarichi universitari come professore e ricercatore invitato.

Marvin Goodfriend, nato nel 1950, professore di economia e presidente del Gailliot Center for Public Policy presso la Tepper School of Business, Carnegie Mellon University di Pittsburgh (dal 2005). Attività precedenti: Senior Vice President e Policy Advisor presso la Federal Reserve Bank di Richmond (1993–2005), Senior Staff Economist presso il Council of Economic Advisors della Casa Bianca (1984–1985), vari incarichi come professore invitato.

Martin Hellwig, nato nel 1949, direttore presso il Max Planck Institute for Research on Collective Goods di Bonn e professore ordinario di economia presso l'Università di Bonn (dal 2004). Attività precedenti: professore di economia presso le Università di Mannheim (1996–2004), di Harvard (1995–1996), di Basilea (1987–1996) e di Bonn (1977–1987); professore assistente di economia presso l'Università di Princeton (1974–1977).

Harold James, nato nel 1956, professore di storia e affari internazionali presso l'Università di Princeton (dal 1986) e titolare della cattedra Marie Curie di storia presso l'Istituto universitario europeo di Firenze (dal 2006). Attività precedenti: fellow presso il Peterhouse College, Università di Cambridge (1978–1986), membro della Commissione Indipendente d'Esperti Svizzera – Seconda Guerra Mondiale (CIE, Commissione Bergier, 1996–2002).

Peter B. Kenen, nato nel 1932, Senior Fellow in economia internazionale presso il Council on Foreign Relations. Attività precedenti: Walker Professor di economia e finanza internazionale presso l'Università di Princeton (1971–2004), professore presso la Columbia University (1964–1971), vari incarichi universitari come professore e ricercatore invitato, numerose perizie e consulenze per governi e altre istituzioni.

Frederic S. Mishkin, nato nel 1951, membro del Board of Governors del Federal Reserve System (dal settembre 2006, cioè dopo la stesura dei contributi a questo libro commemorativo). Attività precedenti: Alfred Lerner Professor di economia bancaria e istituzioni finanziarie presso la Graduate School of Business della Columbia University (1999–2006) e ricercatore associato presso il National Bureau of Economic Research (dal 1980), A. Barton Hepburn Professor di economia e professore presso la Graduate School of Business della Columbia University (1983–1999), professore presso l'Università di Chicago (1976–1983), vari incarichi come professore invitato.

Manfred J. M. Neumann, nato nel 1940, professore emerito di economia. Incarichi più recenti: professore ordinario di economia (in particolare, politica economica) e direttore di istituto presso l'Università di Bonn (1981–2006). Attività precedenti: professore di teoria monetaria (e politica monetaria) presso la Freie Universität di Berlino (1973–1981), assistente scientifico presso l'Università di Costanza (1969–1973), collaboratore presso il Dipartimento economico della Deutsche Bundesbank (1967–1969).

Alexander K. Swoboda, nato nel 1939, professore di economia internazionale presso l'Institut universitaire de hautes études internationales (HEI) di Ginevra (dal 1969). Attività precedenti: professore di economia presso l'Università di Ginevra (1973–2004), direttore dell'HEI (1990–1998), direttore del Centre international d'études monétaires et bancaires di Ginevra (1973–1991), Senior Policy Advisor e Resident Scholar presso il Fondo monetario internazionale (1998–2000), membro del Consiglio di banca della BNS (dal 1997), vari incarichi universitari come professore e ricercatore invitato.

William R. White, nato nel 1943, dottore in economia, consigliere economico e capo del Dipartimento monetario ed economico della Banca dei regolamenti internazionali (dal 1995). Attività precedenti: economista presso la Bank of Canada (1973–1995), con le cariche di vicecapo del dipartimento di analisi bancaria e finanziaria (fino al 1978), capo del dipartimento di ricerca economica (1979–1995), consigliere del governatore (1984–1988) e vicegovernatore (1988–1995).

Autori interni (Parte 2) e Commissione di redazione

Werner Abegg, nato nel 1954, lic. phil, direttore supplente, capo dell'unità Comunicazione.

Urs W. Birchler, nato nel 1950, dr. oec. publ., direttore, consulente scientifico, Stabilità finanziaria e sorveglianza.

Guido Boller, nato nel 1963, dr. oec. HSG, condirettore, capo dell'unità Statistica.

Cristina Borsani, nata nel 1977, lic. oec. HSG, membro dei quadri, Asset Management.

Roberto Cippà, nato nel 1953, dr. oec., D. Phil., direttore, capo dell'unità Relazioni monetarie internazionali.

Vincent Crettol, nato nel 1965, MA ès sc. écon., CFA, vicedirettore, consulente scientifico, Operazioni sui mercati finanziari.

M. Sophie Faber, nata nel 1967, lic. oec. publ., FRM, membro dei quadri, Controllo del rischio.

Robert Fluri, nato nel 1943, lic. rer. pol., vicedirettore, Operazioni bancarie, analisi/strategie.

Patrick Halbeisen, nato nel 1962, dr. phil I, membro dei quadri, capo dell'Archivio.

Daniel Heller, nato nel 1964, dr. rer. pol., direttore, capo dell'area Stabilità del sistema e sorveglianza.

Werner Hermann, nato nel 1955, dr. rer. pol., direttore, capo dell'unità Ricerca e cooperazione tecnica internazionale.

Daniel Hübscher, nato nel 1971, fino alla sua partenza dalla Banca (agosto 2006): vicedirettore, capo supplente dell'unità Contabilità generale.

Karl Hug, nato nel 1953, direttore, capo dell'unità Mercato monetario e operazioni in cambi.

Jean-Pierre Jetzer, nato nel 1948, dr. oec. HSG, direttore, delegato ai contatti economici regionali (Svizzera orientale).

Thomas J. Jordan, nato nel 1963, dr. rer. pol., membro della Direzione generale (dal maggio 2007, cioè dopo la stesura dei contributi a questo libro commemorativo).

Hans-Christoph Kesselring, nato nel 1947, dr. oec. publ, direttore, Segretariato generale.

Peter Klausner, nato nel 1946, dr. iur., avvocato, direttore, capo dell'area Questioni giuridiche e servizi.

Anne Kleinewefers Lehner, nata nel 1967, dr. rer. pol., vicedirettore, delegata ai contatti economici regionali (Mittelland).

Ulrich Kohli, nato nel 1948, Ph.D. in economia, membro supplente della Direzione generale, economista capo, capo dell'area Questioni internazionali.

Hans Kuhn, nato nel 1961, dr. iur., LL.M., avvocato, direttore, capo del Servizio giuridico.

Guy Maradan, nato nel 1963, esperto specialista, Amministrazione banconote e monete.

Dewet Moser, nato nel 1960, lic. rer. pol., membro supplente della Direzione generale (dal maggio 2007, cioè dopo la stesura dei contributi a questo libro commemorativo), capo dell'area Mercati finanziari.

Michel Peytrignet, nato nel 1952, dr. ès sc. écon., direttore, capo dell'area Questioni economiche.

Eveline Ruoss, nata nel 1956, dr. oec. publ., direttore, capo dell'unità Congiuntura.

Umberto Schwarz, nato nel 1956, dr. ès sc. écon., vicedirettore, capo supplente dell'unità Relazioni monetarie internazionali.

Thomas Stucki, nato nel 1963, dr. rer. pol., CFA, fino alla sua partenza dalla Banca (novembre 2006): direttore, capo dell'unità Asset Management.

Andy Sturm, nato nel 1973, lic. rer. pol., condirettore, capo dell'unità Infrastruttura dei mercati finanziari.

Thomas Wiedmer, nato nel 1962, dr. rer. pol., membro supplente della Direzione generale, capo dell'area Finanze e Controlling.

Mathias Zurlinden, nato nel 1954, dr. rer. pol., consigliere economico, Congiuntura.

Note di stampa

Comitato di redazione

Ulrich Kohli (presidente)
 Werner Abegg
 Vincent Crettol
 Patrick Halbeisen
 Jean-Pierre Jetzer
 Hans-Christoph Kesselring
 Peter Klauser
 Hans Kuhn

Coordinamento e direzione del progetto

Hans-Christoph Kesselring

Responsabili per le edizioni

Cliona Coyne (edizione in lingua inglese)
 Christophe Jacot (edizione in lingua francese)
 Hans-Christoph Kesselring (edizione in lingua tedesca)
 Mauro Picchi (edizione in lingua italiana)

Autori

Si veda l'elenco specifico.

Consulenza redazionale

Toby Alleyne-Gee, Zurigo (edizione in lingua inglese)
 Marco Badan, Morbio Superiore (edizione in lingua italiana)
 Walter Günthardt, Gockhausen (edizione in lingua tedesca)
 Marian Stepczynski, Carouge (edizione in lingua francese)

Traduzione

Anna Bonetti, Bellinzona (italiano)
 Patrick Burkhard, Cormondrèche (francese)
 Francesco Cesari, Pully (italiano)
 Cristina Giobbe-Raimondi, Basilea/Roma (italiano)
 Alain Muller, Lully (francese)
 John Purnell, Basilea (inglese)
 Astrid Schmidlin, Basilea (tedesco)
 Michel Schnarenberger, Losanna (francese)

Archivio

Patrick Halbeisen
 Nicolas Haymoz
 Christian Inäbnit
 Evelyn Ingold

Biblioteca

Anne-Marie Papadopoulos
 Denise Rohr

Segretariato

Hedy Dornauer

Il presente libro (Parte 1 e Parte 2) è edito anche in lingua francese, inglese e tedesca; la Parte 3 appare in lingua inglese in tutte le edizioni.

